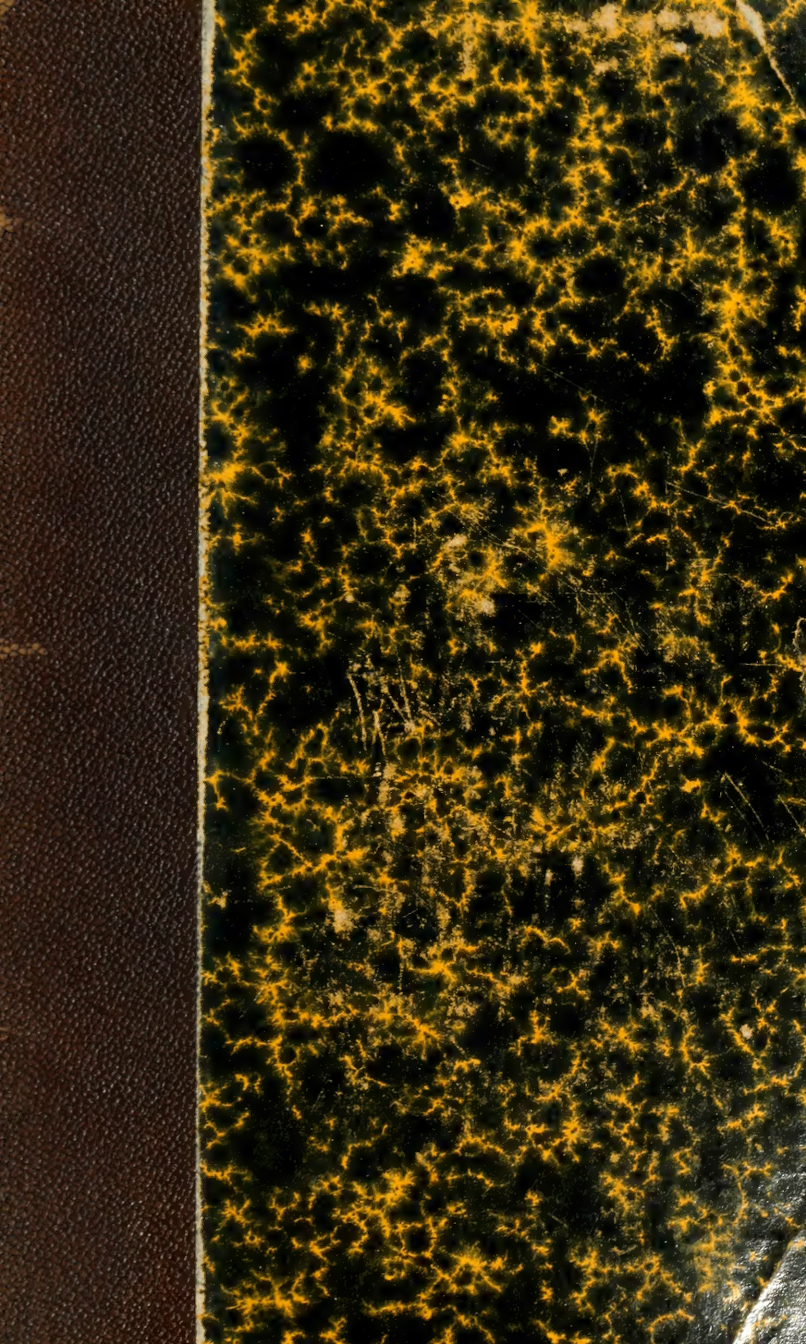






INFLATION
ET
DÉFLATION

YVES-GUYOT

Les garanties de la paix. Deux vol. in-18. — 1re partie, *Les Leçons du passé*. — 2e partie, *Examen critique*.

Les causes et les conséquences de la guerre, 1 vol. in-8 (422-xx), 2e éd.

La grève des chemins de fer. Un vol. in-16.

L'A B C du libre-échange. Un vol. in-32.

Le libre-échange international. Conférences de MM. Yves-Guyot, G. Schelle, G. Paturel, Fréd. Mathews. Un vol. in-32.

Les préjugés économiques (*Bibliothèque utile.*)

La question de l'alcool, allégation et réalités. 1 vol. in-8.

ARTHUR RAFFALOVICH

Le Marché financier, année économique, 26 vol.

Le logement de l'ouvrier et du pauvre, 1 vol.

Les Trusts, cartels et syndicats, 1 vol.

Travail et salaires, de Fawcett, traduction, 1 vol.

Histoire de la monnaie de Shaw, traduction, 1 vol.

Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque. 2 vol. in-8 de 2988 p.

Journal des Economistes. *Revue mensuelle de la science Economique et de la statistique,* fondée en 1841 par Guillemin, dirigée par Yves-Guyot.

YVES-GUYOT ET ARTHUR RAFFALOVICH

INFLATION

ET

DÉFLATION

PARIS
LIBRAIRIE FÉLIX ALCAN
108, BOULEVARD SAINT-GERMAIN, 108

1921

AVANT-PROPOS

Depuis 1914, tous les pays belligérants ont eu recours à l'inflation : nous avons cru utile d'en montrer les diverses formes, les illusions sur lesquelles elle se fonde, les conséquences auxquelles elle aboutit.

Si la science doit son progrès à la méthode inductive, la plupart des erreurs politiques et économiques proviennent de l'oubli ou du mépris de la définition que Thucydide a donnée de l'histoire : « Connaître la vérité sur le passé afin de prévoir l'avenir ».

Il nous a paru indispensable de rappeler certaines notions élémentaires sur la monnaie, sur le caractère des billets de banque, sur la nature de l'échange et du change ; car, dans les polémiques récentes, nous avons été obligés de constater des aberrations étranges chez des hommes qui, par leur situation, auraient dû être les adversaires de l'inflation.

On trouvera dans ce volume la mention de quelques propositions déconcertantes de membres du Parlement. Elles prouveront toutes que leurs auteurs ne comprennent pas que toute émission de billets de banque non gagés est un emprunt forcé et le pire des emprunts.

Ce livre était imprimé quand M. Bringer a demandé à l'État d'entreprendre des milliards de travaux publics en les payant à l'aide de nouvelles émissions de billets de banque, et cette proposition rencontre des sympathies.

Un autre député, à qui l'on opposait le chiffre de billets de banque en circulation, montrait sa perspicacité en disant : « C'est très simple. Il faut autoriser la Banque de France à émettre de nouveaux billets pour rembourser les anciens. »

Il n'a pas le monopole de ce raisonnement à la Gribouille. De nombreux protectionnistes réclament le maintien et l'augmentation de l'inflation, les uns pour assurer le haut prix des produits agricoles, les autres comme prime à l'exportation en même temps que comme formidable coefficient des droits de douane.

Tous ces hommes, qui présentent comme unique moyen de richesse la monnaie dépréciée, conduiraient la France à la situation actuelle de l'Autriche.

L'objet de ce livre est d'opposer les faits et les arguments essentiels à ces dangereux entraînements.

Y.-G. A. R.

Juillet 1921.

LIVRE PREMIER

Les Moyens de Payement

CHAPITRE PREMIER

L'Étalon monétaire et les monnaies

§ 1. *Le troc.* — Les échanges ont commencé par le troc.

Wolowski a cité la spirituelle lettre d'une artiste lyrique payée en nature dans les îles Hervey (de l'Archipel Cook)[1] : « J'ai encaissé pour ma part des huit cent seize billets pris hier soir : trois porcs, vingt-trois dindons, quarante-quatre poulets, cent vingt boisseaux de bananes, cent vingt citrouilles, mille cinq cents oranges. Mais comment revendre, comment monnayer tout cela ? Consommer la recette ? mais relis un peu, chère tante, ce qui m'est revenu hier pour ma part, et songe un peu à ce que la pauvre Zélie pourrait faire d'un pareil menu.

1. Dans une note de son édition du *Traité des Monnaies* de Copernic.

« On me dit qu'un spéculateur de l'île voisine, appelée Mangéa, doit venir demain pour nous faire des offres en espèce, à mes camarades et à moi. En attendant, pour tenir nos porcs en vie, nous leur donnons à manger les citrouilles ; les dindons et les poules nous dévorent les bananes et les oranges, de sorte que, pour maintenir sur pied la partie animale de ma recette, je dois lui sacrifier tout le végétal. »

Cette lettre montre, par antinomie, les qualités exigées pour une bonne monnaie : elle doit être une marchandise homogène ayant une valeur par elle-même, sous un petit volume, être très divisible, toujours identique, inaltérable et d'un transport facile. Une marchandise ayant une valeur? mais une valeur est variable : comment obtenir d'une valeur variable la mesure des autres valeurs variables? Pour mesurer une longueur variable, on a eu recours à une mesure invariable ; le pouce, le pied, la toise, mais ces mesures, qui étaient bien invariables relativement aux objets mesurés, subissaient elles-mêmes beaucoup de variations.

Dans la plupart des pays, on les a remplacées par le mètre, mesure dont l'étalon a été établi avec toutes sortes de précautions pour en assurer la longueur permanente, à l'abri de l'influence de la dilatation, et on en a fait dériver toutes les mesures.

§ 2. *Fixité juridique de l'étalon monétaire.* — Pour la mesure de la valeur, on ne pouvait se servir d'un type matériel certain à l'égard des valeurs à mesurer. On a créé un type légal, en lui donnant

une fixité non pas matérielle, mais juridique : et on a ainsi obtenu un étalon, équivalant à l'étalon métrique, auquel on a donné le nom d'étalon monétaire.

L'étalon monétaire est l'expression légale qui, dans un pays, *fixe la nature, la quantité et le titre du métal ou la monnaie de compte qui détermine le prix prototype auquel se rapporteront tous les autres prix et qui sera le moyen légal de liquidation pour tous les actes comportant un échange ou une rémunération.*

L'étalon monétaire ne s'applique pas nécessairement à telle ou telle pièce de monnaie. Jusqu'à la loi du 18 germinal an III, l'étalon monétaire en France a été la livre tournois d'argent ou d'or ; et jamais il n'a été frappé une pièce de monnaie portant ce titre.

§ 3. *La valeur de l'étalon monétaire légal.* — Beaucoup d'économistes disent : l'or, l'argent sont des marchandises comme les autres métaux ; oui, mais avec une différence que J.-B. Say n'a pas aperçue quand il a dit :

« On croit que 5 gr. d'argent au 9/10e de fin valent 1 fr. Non, 5 grammes d'argent valent 5 grammes d'argent au prix courant du métal comme 5 grammes de cuivre valent 5 grammes de cuivre. »

Oui, sur le marché mondial : mais J.-B. Say oubliait que ce franc d'argent était un instrument de paiement légal, reçu dans les caisses de l'État, ayant un pouvoir libératoire de cette valeur pour

tous les paiements et que tout détenteur de métal d'argent pouvait le porter à la monnaie et, en échange recevoir autant de francs qu'il avait fait monnayer de fois 5 grammes d'argent aux 900 millièmes. Mais M. Ducrocq commettait une erreur en sens inverse en disant : L'autorité certifie la valeur réelle de la pièce[1].

L'étalon monétaire fixe le prix du métal choisi pour le représenter à l'intérieur du pays. Seulement il ne peut pas le fixer hors de la frontière.

Depuis la convention connue sous le *nom de l'Union Latine* de 1865 qui a réduit le titre du franc au 835 millièmes, le franc d'argent n'est plus qu'une monnaie de compte. C'est un jeton. Il ne recouvre son pouvoir libératoire que dans la pièce d'argent de 5 francs ou comme vingtième partie du louis d'or. En 1868, dans une conférence comprenant dix-huit nations, toutes, excepté la Hollande, déclarèrent que l'or était la seule monnaie internationale.

§ 4. *Variations de l'étalon monétaire en France sous l'ancien régime.* — Du moment que le gouvernement français pouvait décider qu'un certain chiffre de pièces d'un métal, d'un poids et d'un titre déterminés, devait servir d'instrument de liquidation pour toutes les obligations, il pouvait apporter des variations dans la nature, le poids et le chiffre du métal choisi, ou mieux il pouvait attribuer un pouvoir libératoire autre à la même qualité, à la

1. *Cours de droit administratif*, T. II, p. 586.

même quantité et au même titre de métal : ce dernier procédé a été employé par presque tous les rois de France. Philippe-le-Bel déclarait, par quelques lignes sur un parchemin, que le marc d'argent (245 gr.) qui valait 5 livres tournois en valait 12.

On disait alors que le souverain « avait augmenté la monnaie ». Dans le cas contraire, il la « diminuait » alors qu'en fait, il en augmentait la valeur.

Ces procédés étaient des *violations de la fixité qui doit être le caractère de l'étalon monétaire comme de tout autre étalon*. Le public avait raison de flétrir les rois qui y avaient recours.

Dans son *Traité de la Première Invention des Monnoies*, Nicole Oresme, conseil de Charles V, dit : « Il convient et est chose propre à ung prince de condamner et punir les faulx monnoyeurs. Comment donc ne doibt pas celuy avoir grand vergoigne, se on trouve en luy la chose qu'il debvroit pugnir en ung aultre par très laide et infâme mort. »

Mais les rois continuèrent à ne pas se considérer comme de faux monnoyeurs. Ils pensaient qu'ils usaient tout simplement du droit qu'ils avaient de fixer la valeur de l'étalon monétaire.

Voltaire[1] félicite Colbert de n'avoir poussé la valeur monétaire du marc d'argent de 26 francs, où il l'avait trouvée, qu'à 27 et 28 ; mais il ajoute :

« Après lui, dans les dernières années de Louis XIV, on étendit cette dénomination jusqu'à 40 livres idéales : ressource fatale par laquelle le

1. Le *Siècle de Louis XIV*.

roi était soulagé un moment pour être ruiné ensuite; car au lieu d'un marc d'argent, on ne lui en donnait presque plus que la moitié. Celui qui devait 26 livres en 1668 donnait un marc et qui devait 40 livres ne donnait qu'à peu près ce même marc en 1710. »

Au commencement de 1726, le marc d'argent était tarifé à 46 livres 10 sols; en mai 1726, à 51 livres 3 sols 3 deniers.

Le porteur perdait encore d'une autre manière : les pièces qui, en 1691 avaient été frappées à 12 livres 10 sols, furent appelées au retrait, en 1693, à une estimation de 11 livres 14 sols, et les nouvelles espèces furent émises à 13 livres pour l'or.

Le droit, pour le Roi, de modifier la qualité de la monnaie était si bien admis que Pothier en concluait « qu'une personne, en prêtant une somme, ne pouvait exiger d'être remboursée en pièces identiques de poids et de titre : car le prince distribuant la monnaie aux particuliers pour leur servir de signe de la valeur de toutes choses, elle n'appartient aux particuliers que sous ce regard et ne peut par conséquent que, sous ce regard, faire la matière des contrats de commerce tels que le prêt. On ne peut donc prêter la monnaie en elle-même, mais seulement comme signe de la somme qu'il a plu au prince de lui faire signifier. Toute convention contraire doit être rejetée comme contraire au droit public et à la destination que le prince a faite de la monnaie [1]. »

1. *Traité du prêt de consomption*, n° 37.

M. Arnauné a fait remarquer que cette doctrine a été consacrée par l'article 1895 du Code civil :

« S'il y a augmentation ou diminution des espèces avant l'époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme numérique prêtée et ne doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment du paiement[1]. »

Le jurisconsulte belge Laurent. MM. Aubry et Rau déclarent que cette disposition est d'ordre public. Et en effet, elle l'est toujours. Car si la pièce de 5 francs en France a un pouvoir libératoire illimité, ce n'est que par un acte de l'autorité publique qui ne répond nullement à la valeur du métal.

§ 5. *Le Bimétallisme et le Monométallisme.* — Non seulement le souverain pouvait faire varier la valeur d'une monnaie de compte à son gré « en augmentant ou en diminuant la monnaie », mais du moment que « la loi peut incorporer une valeur dans un objet quelconque, il peut l'incorporer dans deux métaux différents et, comme il peut créer de la fixité, il peut établir un rapport fixe entre deux valeurs variables, telles que celles de l'or et de l'argent.

C'est le système appelé bimétallisme.

Les pays de l'Union latine n'y ont pas encore renoncé pour les écus de cinq francs. Vers 1894, on se rappelle la formidable campagne faite en sa faveur sous l'influence des *silvermen*, (des produc-

1 *La monnaie, le crédit et le change*, p. 142.

teurs américains d'argent et des agrariens, comme M. Méline, qui espéraient, en ayant recours à ce métal dont la valeur était dépréciée, augmenter le prix des denrées alimentaires.

Mais par l'*act* de 1816 (act. 56, George III) qui, bien que modifié en 1870, reste la base du système monétaire anglais, la Grande-Bretagne adopta résolument le monométallisme or.

Il spécifie : « attendu qu'à différentes époques, les pièces d'or et d'argent ont eu habituellement un pouvoir libératoire illimité et qu'il en résulte de grands inconvénients de ce que les deux métaux ont été communément la mesure étalon de la valeur, il est urgent que la pièce d'or fabriquée au taux de la monnaie soit, à l'avenir, la seule mesure étalon de valeur avec un pouvoir libératoire illimité et que la monnaie d'argent ait un pouvoir limité seulement dans le but de faciliter les échanges et le commerce. »

Le pouvoir libératoire de la monnaie d'argent est limité à 40 shillings. Elle n'est plus qu'une monnaie d'appoint.

Le monométallisme donne la fixité du prix à un seul métal. C'est un terme simple. Vouloir la donner à deux métaux et y ajouter ce troisième rapport : la permanence du rapport entre eux, c'est un défi jeté à la réalité.

Cependant les pays de l'Union latine sont encore sous ce régime. Ils ont déclaré en 1865 que le rapport de l'or et de l'argent serait de 15 1/2; et ils le maintiennent.

Toutefois si la pièce de 5 francs conserve son pouvoir de paiement illimité, ils en ont suspendu la frappe depuis 1878, et ils ont limité la frappe des monnaies divisionnaires qui ne sont plus qu'au titre de 835 millièmes.

§ 6. *La parité monétaire anglaise.* — Le *pound sterling* anglais s'appliqua d'abord à un poids d'argent représentant 5.760 grains dont 11 onces 2 dwt étaient du métal fin et 18 dwt de l'alliage, ce qui fait 924 millièmes de fin. Elle était reconnue comme l'étalon monétaire du Royaume en 1158, et elle était divisée en 240 pence. Cette monnaie ne fut pas altérée jusqu'au règne de Henri VIII et elle fut rétablie lors de l'avènement d'Élisabeth, après un intervalle de quinze années, de 1543 à 1558. Quand en 1816, l'étalon d'or unique fut adopté, on conserva le poids et le titre primitif de la monnaie d'argent.

On maintint également la valeur de l'or telle qu'elle avait été fixée « trois siècles plus tôt », disait Robert Peel en 1844. Une livre d'or devait donner 44 guinées. Le prix de l'once d'or à la monnaie de Londres était fixé à £ 3.17 s. 10 1/2 d.

En 1844, une brochure signée « un Économiste de Birmingham » demandait que la Banque donnât 5 livres par once. Robert Peel répondait : « Alors ceux qui auraient contracté des dettes au prix de £ 3. 17 s. 10 d. 1/2 les payeraient au prix de £ 5 par once. Ce serait fort avantageux pour eux ; mais on s'en apercevrait pour les contrats à venir et l'étranger ne tien-

drait aucun compte de ces arrangements législatifs. »

Robert Peel montrait la nécessité de la fixité de l'étalon monétaire comme mesure de valeur en s'étonnant que « les économistes de Birmingham » n'eussent pas proposé aussi de mettre le pied anglais à 16 pouces pour le proportionner au développement de la richesse de l'Angleterre. »

L'étalon monétaire a pour but d'établir la fixité constante d'une mesure de valeur, comme le mètre a pour but d'établir la fixité constante d'une mesure de longueur.

On voit qu'en Angleterre, on y est parvenu d'abord avec l'étalon d'argent qui depuis le XIIe siècle n'a été altéré que pendant quinze ans ; puis en substituant au régime de deux étalons, l'étalon d'or en 1816, mais en maintenant à la pièce d'or son poids et son titre anciens.

§ 7. — *Le cours forcé et la monnaie de papier.* — La monnaie se compose donc de deux éléments : 1° *étalon monétaire qui lui assure le pouvoir libératoire; 2° la valeur monétaire du métal choisi pour le représenter.*

Du moment que le roi pouvait créer de la valeur, à son gré, par les mesures qu'il prenait à l'égard de la taille du métal, il pouvait aussi créer de la valeur avec du papier, et il fit fonctionner la presse aux billets de la Banque de Law.

Cependant ses créateurs jugèrent utile de leur donner pour *substratum* l'illusion des richesses de la Compagnie d'Occident.

Seulement elles avaient un défaut, elles n'étaient pas réalisables, si bien que le billet n'était pas convertible.

Quand la Révolution émit la monnaie de papier, elle lui donna d'abord un substratum réel. C'était un papier représentatif de la valeur des biens du clergé, réunis au domaine public; les Communes étaient tenues de le recevoir en payement. De là le nom de « papier municipal » qui fut tout d'abord donné aux assignats.

Ensuite les assignats circulèrent comme monnaie avec cours forcé. En 1796, l'émission en était de 45 milliards; mais malgré les moyens les plus violents, jamais la Convention ne put en soutenir la valeur nominale[1]. Dans l'emprunt forcé qui fut émis en 1795, les assignats ne furent reçus qu'au centième de leur valeur. Personne ne voyait plus de gage sous le papier des assignats. Ces faits permettent de constater trois choses :

1° L'étalon monétaire fixe un prix prototype auquel se rapporteront tous les autres prix et qui sera le moyen légal de liquidation pour toutes les obligations.

Tandis que la valeur des métaux qui sont employés à faire des monnaies est variable, il donne à un certain poids et à un certain titre du métal employé une valeur fixe.

Quand les pouvoirs publics modifient cette

1. Ils ne furent jamais contrefaits par l'Angleterre. W. Smart, *Economic Annals of XIX Century*, t. I, p. 361.

valeur, de manière à permettre qu'elle soit obtenue par un métal de poids ou de titre inférieurs, ils sont accusés avec raison de faire de la fausse monnaie.

2° Les gouvernements ont pu donner à certains papiers la qualité de prix prototype et la puissance de liquidation de toutes les obligations. Cette extension de l'étalon monétaire a reçu le nom de *cours forcé* et a produit le papier monnaie.

Le papier monnaie et le véritable billet de Banque. — Dans la discussion en 1811, à la Chambre des Communes du célèbre *Bullion committee report*, Vansittart, soutint que la valeur de la monnaie dépendait de la volonté du roi : et la chambre des communes approuva par 82 voix contre 42.

D'après l'*act* de 1844, fondé sur le *Currency principle* qui, dans le *committee* était opposé au Banking principle[1], le droit d'émettre des billets est encore considéré comme un droit régalien. De là, la séparation de la Banque en deux sections, le département de l'émission et le département de la Banque.

Il n'y a donc pas lieu de s'étonner si chez beaucoup de personnes, il y a confusion entre le papier monnaie et le billet de Banque. M. Charles Gide, professeur d'Economie politique à la Faculté de Droit de Paris, consulté comme expert à la conférence internationale de Bruxelles dit, dans son rapport : « La Banque de France a une très forte encaisse métallique (5.836 millions de francs dont

1. V. Yves-Guyot, *La Science Economique*, 3e éd., p. 401, 4e éd., p. 303.

5.588 millions or, au 8 juillet 1820 ce qui, sur la base généralement admise de 1/3 suffirait à couvrir 17 à 18 milliards de billets. »

M. Charles Gide croit donc qu'on peut émettre trois billets quand il y a une encaisse d'or équivalant à un; mais en échange de quoi seront émis les deux autres billets? Par quoi seront-ils remboursés? Pourquoi ont-ils été émis, sinon en vertu de la volonté du souverain qui les gratifie de la valeur qu'il lui plaît. Ces deux tiers ne sont que du papier monnaie, au lieu d'être de vrais billets de banque.

Les vrais billets de banque ne sont pas d'une autre nature que les autres papiers de commerce. Le client apporte à la Banque des valeurs irréductibles payables à terme avec signatures soumises à l'endossement. La Banque rend des valeurs au porteur et à vue, facilement divisibles. *L'émission du vrai billet de banque est provoquée par un emprunt volontaire, fait par des particuliers sur la garantie d'un papier commercial en vue d'objets commerciaux, qui tend à porter pour le plus grand bénéfice des contractants, à une pleine efficacité, les forces productrices.*

Le billet de Banque, émis uniquement en vertu du cours forcé, sans correspondre à une valeur commerciale, est un emprunt forcé, prélevé par le gouvernement, directement ou indirectement, sur tous les membres de la nation. Il mange d'avance une partie du capital constitué par les individus.

De toutes les formes d'emprunt, c'est la pire. Toute l'histoire financière du monde le constate.

CHAPITRE II

L'Illusion bullionniste et la Loi des Débouchés

§ 1. *L'illusion bullionniste.* — On croyait autrefois que les espèces d'or et d'argent constituaient la richesse. C'était l'illusion bullionniste qui a inspiré et qui inspire encore nombre de ceux qui parlent du commerce extérieur et qui décident de son régime. Si Colbert a essayé de mettre méthodiquement en pratique le système qui porte son nom, il ne l'a pas inventé. Il n'était pas le premier qui imaginât que le moyen d'enrichir un pays était d'y apporter de l'or et de l'argent et que le moyen de ruiner ses concurrents était de leur soutirer ces métaux précieux, soit en pillant les galions, soit en leur vendant des marchandises.

Mr. J. C. Stamp a commencé la communication qu'il a faite le 20 mai 1919, à la *Royal Statistical*

Society de Londres sur *The Wealth and income of the chief powers*[1] par cette citation d'Adam Smith qui, parlant des physiocrates, disait : « Ils ont représenté la richesse des nations comme consistant, non dans une accumulation de monnaie, non consommable, mais dans des objets de consommation reproduits annuellement par le travail de la société. Leur doctrine paraît être sous tous les rapports aussi juste que généreuse et libérale... Ils ont, depuis quelques années, formé une secte considérable et sont connus dans la République des lettres sous le nom d'Economistes. »

Rousseau n'était que leur interprète quand, dans son *Gouvernement de la Pologne*, il disait : « Au fond l'argent n'est pas la richesse, il n'en est que le signe : ce n'est pas le signe qu'il faut multiplier, mais la chose représentée. »

Si on compare la valeur des métaux précieux à celle des autres capitaux, on s'aperçoit combien est faible leur part dans l'ensemble de la richesse publique.

D'après les statistiques acceptées pour les 420 années écoulées de 1492 à 1912 incluses, le poids de l'or et de l'argent mis à la disposition de l'homme a été :

	Or	Argent
Kilogrammes : mille . . .	22,222	343,108
Valeur en francs : millions	76,543	76,216

1. Voir le *Journal of the Royal Statistical Society*, July 1919.

La valeur de l'or est donnée au pair de 3.444 francs par kilog d'or fin; celle de l'argent est également donnée au pair de 222 francs par kilog au mille-millièmes. Cette valeur de l'argent est donc fort exagérée. Une partie de ces métaux a été employée à des usages industriels. La Direction de la Monnaie des États-Unis donnait pour les régimes et stocks monétaires des principaux Etats les chiffres suivants :

	Millions de dollars		
	Or		Argent
Stock dans les banques .	5.403,3	à cours illimité	1.855,6
En circulation	8.042,4	à cours limité	1.276,7
Total. . .	8.450,7		3.132,7
Soit, en millions de francs en chiffres ronds or . .	42.300	argent	15.570

Relativement à la richesse générale du monde, ces capitaux sont peu de chose. D'après les enquêtes faites par M. de Foville, la France possédait le 16 octobre 1909 un approvisionnement de 6 milliards d'or et de 2.130 millions d'argent, dont 230 millions en monnaies divisionnaires à 825 millièmes de fin. D'après la Monnaie américaine, la Grande-Bretagne avait un stock dans les banques de £ 395 millions, en circulation de £ 335,8, soit un total de £ 730,9, (3.654 millions de francs).

Il suffit de citer ces chiffres pour montrer l'erreur des Colbertistes et combien les Physiocrates avaient raison d'affirmer que la richesse des peuples ne consistait pas dans la possession des métaux précieux. Malgré ses galions, l'Espagne était un pays pauvre.

§ 2. *La Loi des Débouchés.* — J.-Baptiste Say, en émettant la Loi des Débouchés donna la véritable caractéristique de la vie économique :

« *C'est la production qui ouvre des débouchés aux produits. Un produit terminé offre, dès cet instant, un débouché à d'autres produits pour tout le montant de sa valeur.* Lorsque le producteur d'un produit l'a terminé, son plus grand désir est de le vendre, pour que la valeur de ce produit ne chôme pas entre ses mains, mais il n'est pas moins empressé de se défaire de la monnaie que lui procure sa vente, pour que la valeur de la monnaie ne chôme pas non plus. Or, on ne peut se défaire de monnaie qu'en achetant un produit quelconque. Une bonne récolte est favorable aux marchands de tous les autres produits. Ce qui favorise le débit d'une marchandise, c'est la production d'une autre. L'achat d'un produit ne peut être fait qu'avec la valeur d'un autre. La production constitue la substance avec laquelle seule on achète, c'est-à-dire la valeur, telle est la loi des débouchés ».

J.-B. Say oublie de parler des services qui sont aussi des actes de production. Cette adjonction faite, nous considérons que ce sont des considérations que l'on devrait avoir toujours présentes à l'esprit.

CHAPITRE III

L'Economie des moyens de payement

Les banques ont cherché et institué des moyens de payement offrant une plus grande sécurité, une plus grande rapidité, que celle qu'on pouvait obtenir avec des signes monétaires; et elles en ont économisé de plus en plus l'emploi.

Elles ont remplacé la monnaie métallique par les procédés suivants : 1° monnaie représentative; 2° intervention des livres de crédit; 3° système du chèque et de la compensation; 4° usage des lettres de change de ville à ville et sur l'étranger; 5° système international de compensation.

Cet ordre n'est pas chronologique. Pour économiser le transport des métaux précieux ou de marchandises, on a trouvé, dès l'antiquité la plus reculée, la lettre de change. Elle était connue à Athènes et à Rome.

Les Banques d'Amsterdam, de Gènes, de Hambourg, recevaient toutes sortes de monnaies. Elles en vérifiaient le poids et le titre, en déterminaient la valeur exacte par rapport à celle du pays, et déduction faite d'un tant pour cent très faible pour les dépenses de monnayage et de manipulation, ouvraient un crédit pour ce qui restait après ces déductions. Ce crédit s'appelait monnaie de banque et assurait une monnaie d'une plus grande sécurité, moins susceptible d'altération que la monnaie métallique.

Elle procurait une économie de temps et d'espace. Un simple transfert remplaçait un transport d'argent.

Peu d'idées sont plus simples que celle des chèques. Deux personnes ont des relations d'affaires : tantôt elles vendent, tantôt elles achètent. Grâce aux chèques, elles évitent les différences. Le chèque est un ordre de transfert.

Les négociants de Londres ayant pris l'habitude de déposer leurs fonds dans des centres communs, un simple transfert sur les tiers suffit.

Les Banques établirent entre elles, le système de compensation avant que l'usage du chèque ne fût établi.

On sait comment des garçons de banque, trouvant qu'il était plus simple de se rencontrer dans une taverne que de faire des transports d'argent et de valeurs, fondèrent le *clearing house*. En 1775, vingt-six banques le constituèrent.

Pas un seul shilling n'intervient. Les différences

se paient par des traites sur la Banque d'Angleterre [1].

Toutes ces institutions ont pour but de substituer à l'usage et au transport non seulement de la monnaie métallique, mais encore des billets de banque et autres formes de monnaie fiduciaire, de simples transferts d'écriture. D'après M. W. Fowler [2], il y a trente-cinq ans, en 1886, 99 0/0 des affaires sérieuses se faisaient en Angleterre, à l'aide des instruments de crédit. Cette proportion n'a pas diminué.

La Direction de la Monnaie des Etats-Unis a donné le chiffre au 31 décembre 1912 par tête, des moyens de payement de quelques pays :

	Dollars et cents				Francs
	Or	Argent	Papier	Total	
France	30,30	10,38	8,23	48,91	244
Etats Unis	19,48	5,61	7,89	32,98	165
Grande-Bretagne	16,10	2,57	2,54	21,21	109
Allemagne	13,30	4,03	4,03	21,36	107

Mais à côté de ces métaux, de ces billets, interviennent les *clearing-houses*.

Les compensations des *clearing houses* des États-Unis se sont élevées en 1920 à $ 375,400 millions (soit au pair de 5 fr. 18 le dollar à 1.944 milliards de francs) ; celles du *Clearing House* de Londres à £ 39 018 millions (soit au pair de 25 fr. 22 c. à

1. Emmanuel Vidal. *Les clearing houses*, 1906.
2. *Appréciation of Gold.*

983.580 millions de francs); et enfin en France, nous avons comme opérations de virements :

Banque de France	Chambre de Compensation	Total
—	—	
	Millions de Francs	Total
	—	—
735.415	138,245	873.660

Ces moyens de règlement ne suffiraient donc pas?

	Par tête
Soit par tête : Etats-Unis (105 millions d'habitants).	18.155 fr.
Grande Bretagne (40 millions) . .	29.089
France (40 millions)	21.825

Sans doute les autres instruments de payement peuvent avoir eu une circulation très active : il est douteux cependant que la valeur des transactions auxquelles ils ont été employés ait égalé la grandeur des compensations des *clearing houses*.

Chose admirable! En France, des financiers de la Bourse gémissaient doctoralement, il y a quelques mois sur l'insuffisance des moyens de payement et demandaient, pour y pourvoir, une nouvelle émission de 10 milliards de billets de Banque émis en vertu du cours forcé.

Non. Ils ne manquent pas. Seulement ces moyens de payement exigent des compensations : les inflationnistes demandaient des émissions sans compensation. L'État devait renouveler le miracle de faire des milliards avec rien.

Les *clearing houses* sont l'application de la loi de J. B. Say. Les produits s'échangent contre des

produits, les valeurs contre des valeurs, les services contre des services : mais la compensation est nécessaire. *Ex nihilo nihil.* Rien ne vient de rien ; et les inflationnistes disent : — Pardon, tout peut venir de la volonté des gouvernements!

Les faits que nous venons de citer suffisent à prouver que *la circulation d'un pays est d'autant plus perfectionnée*, que l'usage de la monnaie et des billets de banque y est plus restreint relativement au chiffre de ses affaires.

C'est un aspect de ce phénomène universel : *Le progrès industriel consiste à obtenir le rapport inverse le plus grand possible* entre la consommation des capitaux circulants et le rendement des capitaux fixes [1].

Les chiffres que nous venons de donner, sans compter les 40 milliards de billets que la Banque de France est autorisée à émettre prouvent que les moyens de payement ne manquent pas en France.

1. V. Yves-Guyot. *La Science Économique*, toutes les éditions.

CHAPITRE IV

La théorie quantitative
Les projets de dévalorisation

Les faits que nous venons d'exposer nous dispensent de discuter les singulières idées qui ont été répandues, même par des corps importants, relativement au rôle de l'or dans les prix.

La troisième conclusion de l'enquête de la Société des Nations portait : « L'or lui-même s'est déprécié en termes de marchandises ; il y a un écart entre le prix légal et le prix commercial de l'or. Les Gouvernements se sont efforcés de dissimuler le plus longtemps possible cette anomalie en interdisant les transactions en or, sur leur territoire à un prix supérieur au prix légal. »

Comment ! l'or s'était déprécié ? et il faut l'acheter au-dessus du prix de la Monnaie de Londres. Le prix de l'once d'or pur, d'après le taux d'achat

de la Monnaie est de 84 sh. 11 1/2 d. et en avril 1921, le prix moyen sur le marché a dépassé 104 sh. le 24 juin, il était de 110 sh. 5 d. Ces différences prouvent qu'il a augmenté de valeur par rapport au prix prototype fixé par l'étalon monétaire!

Les moyens de payement, que nous avons montrés dans le chapitre précédent, montrent la diminution de l'importance du rôle de l'or dans les payements et donne des arguments décisifs contre la théorie quantitative qui fait dépendre les prix de la quantité d'or [1].

Aux États-Unis, on en est arrivé à la formule suivante :

$$P = \frac{MR + CR'}{N}$$

Le prix index égale la monnaie en circulation, sa vitesse de rotation, plus la circulation des instruments de crédit, principalement les dépôts des banques, le tout divisé par le nombre des unités échangées.

Cela signifie que la division de la monnaie et des autres moyens de circulation (*currency*) par le nombre des unités achetées donne le prix moyen des marchandises. On ne peut en tirer aucune conséquence au point de vue du rapport de l'or avec les prix [2].

Nous opposons la fixité de l'etalon aux calculs

1. V. Yves-Guyot. *La Science Economique*, spécialement 3e et 4e éditions.

2. Voir *The quantity theory and recent statistical studies by* J. M. Davies *The journal of political. Economy*. Mars 1921.

de personnes qui disent : — Le franc d'or a disparu chez les nations belligérantes européennes : il ne reste plus que le franc papier!

L'établissez-vous ce franc papier d'après des index plus ou moins contestables et qui ne visent que les prix de certains capitaux circulants sans comprendre les prix des capitaux fixes? Est-ce que ces capitaux ont tous la même marche uniforme? En vérité, ce franc papier n'existe pas! Vous ne pouvez en estimer la valeur que par rapport au franc d'or étalon monétaire. Où les auteurs de cette théorie prendraient-ils un autre terme de comparaison? Les variations du prix de toutes choses ne peuvent être appréciées que par une comparaison avec le prix prototype de l'étalon monétaire.

De là l'absurdité des projets de dévalorisation.

Comme la production de l'or avait dépassé 2 milliards de francs en 1906, de pauvres malades du délire de la persécution, qui voient partout des périls, avaient signalé l'effroyable péril de l'inondation de l'or dans le monde. Il ne paraît pas trop abondant depuis la guerre. Son prix commercial indique que sa quantité ne répond pas aux besoins.

Cependant on a paru craindre en Suède une inondation de l'or et on a refusé d'accepter de l'or en paiement. On donnait comme prétexte que l'introduction d'or en Suède, en permettant une augmentation de l'encaisse de la banque, permettrait une inflation de billets de banque. En réalité, on voulait des paiements en marchandises plutôt qu'en métal.

LIVRE II

Les Expériences inflationnistes

CHAPITRE PREMIER

France

I. — John Law 1716-1720. Situations déplorables des finances publiques. Création de la Banque et des Compagnies privilégiées de commerce comme moyens de reprendre la dette publique au public et constituer Banques et Compagnies créancières directes de l'Etat. Emission de billets. Agiotage. Banqueroute.

II. *Révolution française.* — Création de la Caisse d'Escompte en 1776 qui aurait pu fournir des ressources de caisse au Trésor dans des conditions plus rationnelles que les assignats, à défaut de l'emprunt 4 1/2 proposé par Dupont de Nemours. Caisse de l'extraordinaire. Emission des premiers assignats. Assignats devenant papier monnaie. Seule ressource du Trésor. Abus des émissions. Dépréciation. Mandats territoriaux. Faillite monétaire.

III. — Cours forcé en 1848.

IV. — Guerre de 1870-71. Cours forcé. Politique forte et persévérante pour rétablir dès 1878 le paiement en espèces.

I. — A la mort de Louis XIV, la situation des finances publiques semblait désespérée : 711 millions d'arriéré sur la dette flottante, 78 millions de déficit pour 1715, 789 millions de dette exigible, les coffres vides, des billets royaux (bons du Trésor) dépréciés, une misère effroyable. Dans l'un des premiers conseils de la Régence, une suggestion de banqueroute fut faite. Elle rencontra l'opposition du Régent et de ses conseillers, qui préférèrent recourir à des procédés judiciaires pour pressurer les créanciers (visa, chambre de justice) [1].

Dans ces conditions John Law, *grand joueur et grand combinateur*, qui apportait des conceptions nouvelles, fondées sur des observations faites en Hollande, en Angleterre, en Italie, et qui proposait de soulager les finances de l'Etat en créant une banque susceptible d'absorber une partie des dettes de l'Etat comme l'avait fait en Angleterre, la Banque d'Angleterre en 1696, puis la Compagnie de la Mer du Sud en 1711, John Law devait être bien accueilli.

Il avait certainement un talent financier tout particulier : il avait compris l'importance du crédit,

1. 6.000 personnes possédant 1.200 millions de biens furent enquêtées, 4.410 furent condamnées. Elles avaient avoué 713 millions qui, déduction des dettes, représentaient d'après elles 400 millions. Les amendes et confiscations s'élevèrent sur le papier à 219 millions dont il rentra péniblement la moitié. Sur Law, consulter Law lui-même, Saint-Simon, Paris Duverney, Forbonnais, Dutot, et parmi les auteurs plus récents Levasseur, Cochut, Thiers, Vuitry, Marcel Marion.

du commerce maritime, de la fixité de la valeur de la monnaie de compte et le rôle de l'association des capitaux. Mais il avait un tempérament de joueur; pour réussir et pour se maintenir en faveur dans un milieu de courtisans avides, il lui fallut déchaîner un esprit de spéculation et assurer d'énormes bénéfices à ses protecteurs.

S'il s'était borné à la Banque générale, créée au capital modeste de 6 millions dont les actions furent libérées pour une portion en effets royaux, il aurait rendu les plus grands services [1]. La banque fonctionna fort bien, les billets furent acceptés avec empressement. Mais lorsqu'il étendit ses opérations lorsqu'il fonda la Compagnie de l'Occident, devenue Compagnie des Indes, et que poursuivant toujours l'idée de résorber les titres de dette publique, de les transformer en actions d'une compagnie privilégiée qui touchait les intérêts et avec ces intérêts et les profits de ses opérations de commerce colonial et maritime distribuerait d'immenses bénéfices, il entra dans la voie la plus dangereuse. Law aurait voulu prendre en main toutes les attributions financières et fiscales de l'Etat (impôts, monnaie, monopoles) et les faire exercer par sa Compagnie. Pressé d'aboutir, il fit transformer la Banque Générale en Banque Royale (décembre 1718), rembourser les actionnaires en espèces au pair, alors qu'une partie seule en avait été libérée en effets dépréciés.

1. En 1717, les billets de la Banque Générale furent acceptés en paiement des impôts.

Afin d'assurer la circulation aux billets, Law déclara la guerre à la monnaie métallique, qu'il harcela de mutations de façon à en dégoûter le public. Après une orgie de spéculation qui eut son centre dans la rue *Quincampoix*, Law eut recours à tous les expédients pour maintenir le crédit des actions et celui des billets émis en vue de soutenir cet édifice.

Il en arriva à subordonner la Banque à la Compagnie des Indes, à offrir l'échange des actions contre les billets et des billets contre des actions sur le pied de 9.000 livres l'action. Le 11 mars 1920, il enleva aux pieces d'or et d'argent leur force libératoire, ordonna la confiscation des métaux précieux possédés par les particuliers. La peste de Marseille, en arrêtant les opérations maritimes de la Compagnie, fut un facteur de perturbation. Un décret ordonna en mai un abaissement progressif du capital des actions à 5.500 livres en décembre 1720 et la réduction de la valeur des billets à moitié La panique fut générale. Une commission examina les livres de la Banque; contre 3 millards livres de billets en circulation, il y avait 21 millions livres en monnaies de métal, 28 en métaux précieux, 240 millions en effets de commerce, moins de 10 0/0 de couverture. Le 26 juillet, un *run* eut lieu dans des circonstances dramatiques. L'émeute gronda dans Paris, autour du Palais Royal. La banque royale ferme ses portes. Le 10 octobre parut l'arrêt qui invite les porteurs à employer avant le 1er novembre les billets qui

leur restent soit en rentes perpétuelles à 2 0/0, soit en rentes viagères à 4 0/0 soit dans les fonds de la Nouvelle Compagnie des Indes. Dans l'intervalle on décréta un *maximum*, des mesures sévères contre les accapareurs, qui semblent l'accompagnement nécessaire de l'inflation : on mura les boutiques des marchands récalcitrants [1].

Le 26 janvier 1721, après une séance du Conseil où l'on apprit que Law avait fait émettre 600 millions livres de billets en dehors de ceux autorisés par des arrêts clandestins du Conseil, *rendus sous la cheminée*, il fut décrété que tous les titres de crédit, billets et actions, subiraient un visa dans les formes adoptées en 1716 pour réduire les papiers créés par Louis XIV. Ce fut la revanche de Pâris Duverney. Le visa porta sur 511.000 dossiers, représentant un capital de 3.122 millions livres, dont 125.024 actions de la Compagnie estimées 900 millions, 1 milliard de contrats de rente et de comptes en banque, 1.200 à 1.300 millions de billets de banque [2].

Les opérations du visa furent terminées en juin 1722, mais définitivement closes en septembre 1728. On accorda un traitement plus favorable aux 460.000 petits bourgeois, artisans ou

1. Law mourut en 1729 à Venise. Il était sorti de France avec 36.000 livres et une bague de 10.000 écus. Il était venu en France en 1715 avec 3 millions de livres.

2. L'ensemble des émissions légales et frauduleuses aurait été de 3.071 millions livres, plus une trentaine de millions de billets contrefaits à l'étranger.

domestiques dont les dépôts ne dépassaient pas 10.000 livres. Les gens riches soumis au visa se trouvèrent au nombre de 51.000. Les rentiers que John Law avait remboursés, malgré eux, et qui avaient encore leurs titres, furent obligés d'accepter un reclassement de leurs fonds en rentes d'un taux désavantageux. 40.000 spéculateurs heureux, flétris du nom d'hommes nouveaux, supportèrent les plus gros retranchements. Les retranchements se seraient élevés à 522 millions en billets et contrats, à 498 millions en actions. Les effets conservés représentèrent 1.700 millions qui transformés en rentes perpétuelles à 2 1/2 0/0 ou viagères à 4 0/0 procurèrent 31 millions des premières, 16 millions des secondes. Voilà le montant de la dette publique après la liquidation qui suivit le système.

Ce ne fut pas tout : une capitation extraordinaire supplémentaire fut prélevée sur ceux qui avaient fait des bénéfices considérables. Elle produisit 187.893.000 livres dont la dame Chaumont seule paya 8 millions. Beaucoup de nouveaux riches retombèrent dans la situation misérable d'où ils étaient partis. Les aristocrates dépossédés furent autorisés à racheter leurs fonds patrimoniaux soit en contrats de rentes au pair soit en effets consolidés par le visa.

Après achèvement des vérifications du visa, tous les registres, bulletins, requêtes, feuilles de liquidation furent brûlés dans une grande cage de fer, construite dans la cour de la banque.

Cette énorme émission de papier monnaie eut les

effets classiques d'élévation des prix, de spéculation folle, de création de fortunes nouvelles, de misère. Elle aboutit à la démonétisation du billet, les porteurs étant invités à l'échanger contre des titres de la dette, lesquels subirent ultérieurement une amputation.

II. *Révolution française.* — L'aventure de Law laissa de cuisants souvenirs. En 1776, fut établie sous le ministère de Turgot, *la Caisse d'Escompte du Commerce* au capital de 12 millions livres dont l'État devrait recevoir une partie. Les premières années furent prospères, 8 0/0 de dividende distribués régulièrement. En 1783, à la suite de mauvaises récoltes, l'État se fit avancer 6 millions de livres qu'il ne put rembourser lorsque la Caisse qui avait émis 45 millions livres de billets, se trouva pressée par le public. Il lui vint en aide en suspendant le remboursement de septembre 1783 à janvier 1784. Elle était parfaitement solvable : contre 47.7 millions de billets, elle avait un portefeuille commercial de 47.7 millions, 4.1 millions en or et argent, 6 millions dus par le Trésor. La dette de l'État ayant été remboursée, la Caisse reprit les payements. Calonne profita de la prospérité de l'institution pour exiger une avance de 70 millions de livres, prise sur une augmentation du capital à 100 millions. La Caisse refusa, dans des circonstances difficiles, de rembourser ses billets en effets commerciaux, comme elle y fut autorisée Necker se fit faire de nombreuses avances secrètes. L'Assemblée constituante exigea 80 mil-

lions contre dépôt d'assignats à intérêts. En 1790, il fut enjoint de rembourser les billets de la Caisse en assignats, en 1792 l'émission de billets fut défendue et la Caisse supprimée par décret du 24 août 1793 par la Convention [1].

Si nous avons rappelé la Caisse d'Escompte du Commerce, c'est qu'elle parut à Necker pouvoir servir de pivot par une augmentation de son capital et du chiffre de son émission à 240 millions, dont 170 seraient avancés à l'État et qui seraient gagés sur le produit de la vente des biens ecclésiastiques, attribués à la Nation. Cette proposition comme celle de Dupont de Nemours de gager un emprunt 4 1/2 sur les 48 millions restant annuellement disponibles sur le produit des biens du clergé fut écartée.

L'Assemblée, afin de parer aux difficultés écrasantes dont la Royauté lui laissait l'héritage à liquider, préféra (décrets des 19 et 21 décembre 1789) créer une *Caisse de l'Extraordinaire* destinée à recevoir les produits de la contribution patriotique et de la vente de 400 millions de biens ecclésiastiques et domaniaux. Sur cette caisse il était émis 400 millions d'assignats de 1.000 livres productifs de 5 0/0 et admis de préférence dans la vente des biens nationaux. 170 millions devaient être remis à la Caisse d'Escompte pour rembourser d'anciennes avances et en gager de nouvelles.

1. Voir Marcel Marion, *Histoire des Finances de la France*, 2e et 3e volumes.

En juillet 1790, elle devait rembourser à vue tous ses billets. Ce n'était pas encore le papier monnaie puisque l'assignat était de grosse coupure, de quantité limitée. Mais cela ne suffisait pas aux besoins d'un État dont les impôts ne rentraient pas, faute d'empressement des redevables et par suite de la mollesse de la perception. L'opinion publique, inquiète de la mauvaise situation des finances, ne comprenait pas le détour auquel on avait eu recours de faire émettre des billets par la Caisse d'Escompte, objet de violentes attaques. Ces billets circulaient surtout à Paris. On réclama 500 à 600 millions de papier national *qui donneraient des ressources à l'État, ranimeraient les affaires, le travail, faciliteraient les paiements et permettraient d'attendre les effets de la réforme fiscale*[1].

Le souvenir des billets de Law fut évoqué : on fit ressortir la différence entre l'administration déprédatrice de 1720 et l'administration vigilante de la Nation, entre les billets de Law *sans autre hypothèque que les mensonges ministériels*, et les assignats reposant sur une masse équivalente de fonds territoriaux, existant à portée et sur le champ disponibles. On se laissa fasciner par la

1. Boislandry, cité par M. Marion, disait cependant : Tout papier monnaie tarit les sources de la prosperité publique, decourage l'agriculture, frappe d'inertie les manufactures, embarrasse la circulation, dérange l'equilibre de toutes les relations avec l'étranger. Il a toujours été la ressource des charlatans en finances, des despotes ou des nations ignorantes.

conception d'un papier monnaie, gagé territorialement dont les Anglais avaient eu la suprême sagesse de ne pas vouloir en 1697.

Le décret du 17 avril 1790 donna cours de monnaie aux 400 millions d'assignats créés en 1789, pourvus d'un intérêt de 3 0/0, non plus de 5 0/0, divisés en coupures de 1.000, 300 et 200 livres. Dès leur apparition, ils perdirent 5 0/0.

Une fois entré dans cette voie, on y persévéra. En juillet, on résolut d'aliéner la totalité des biens nationaux, on rêva d'une abondance de capitaux en quête de placement. La Révolution avait trouvé sa voie : l'aliénation des biens nationaux, leur mobilisation anticipée sous forme d'assignats [1].

En septembre 1790, une nouvelle émission de 800 millions d'assignats sans intérêt fut décrétée par 508 voix contre 423, avec cours forcé. L'émission devait être limitée à 1.200 millions, (quantité simultanée à lancer dans la circulation), ne jamais excéder la valeur des biens nationaux. Elle devait rembourser la dette exigible. Une concurrence fut créée pour le paiement des biens nationaux à

1. La dette publique s'élevait à 1.321 millions en dette perpétuelle, 1.018 en dette viagère, ensemble 2.339. La dette exigible était de 1.339 millions, dette du clergé, offices divers, cautionnements, arriérés impayés. Il fallait y ajouter encore 563 millions. 641 millions étaient nécessaires pour les dépenses publiques y compris 281 pour les intérêts et l'amortissement de la dette. Lire dans le 2e volume de l'*Histoire Financiere de la France*, de Marion, le chapitre V sur le projet de rembourser la dette en assignats. Les campagnes répugnaient au papier monnaie. Voir également Schelle, Dupont de Nemours, et les ouvrages de Stourm et Gomel.

l'assignat, en admettant au paiement différents titres, brevets de liquidation dans une proportion fixée.

Dès le début, les effets du papier monnaie furent mauvais. Avec la seconde émission, il perdit 10 0/0. Il faut observer que les billets reçus en paiement des biens nationaux étaient incinérés.

L'émission de septembre 1790 comportait des coupures de 50 livres, trop fortes pour les besoins de la vie courante [1]. Dans les premiers mois de 1791, il y eut une crise de monnaie : les assignats de 50 livres faisaient prime sur les autres. En mai, on émit 100 millions de billets de 5 livres en remplacement de grosses coupures. Le 28 juin, on décréta l'émission de 600 millions [2]. En novembre l'assignat perd 18 0/0. En avril 1792, la guerre est déclarée à l'Autriche : il perd 43 0/0 en juin. En août, la circulation autorisée est portée à 2.000 millions, déduction des billets retirés. On crée des billets de 50, 25, 15 et 10 sous. En septembre 1792, après la retraite des Prussiens, battus à Valmy, le cours remonte à 72 0/0. Le change sur Londres suivait d'assez près ces fluctuations : le Londres était plus recherché que le louis d'or. L'écu de 3 livres, valant au pair 28 3/4 pence, cote en décembre 1792 18 9/10. En janvier 1793, l'assignat des-

1. Necker avait estimé à 2.200 millions le stock métallique de la France.

2. Le déficit du 1er mai 1789 au 1er juillet 1791 fut de 1.250 millions, l'impôt n'ayant produit que 470 millions pour 1.719 millions de dépenses.

cend à 31 0/0, le change à 16 pence, en août à 22 0/0, le change à 6 1/2 pence, même à 4 1/2 pence ou 15 0/0. A ce moment l'émission est de 3.775 millions.

Le législateur intervient pour interdire tout commerce en métaux précieux ; l'obligation de payer en assignats ou en monnaie au pair est imposée.

Sous la Révolution comme à la fin du régime de Law, la dépréciation et l'impopularité croissantes du signe monétaire ont comme conséquence l'imposition d'un maximum. « Or, comme le fit observer Dupont de Nemours, les gouvernements peuvent prescrire un maximum, ils ne peuvent, même avec des lois de sang, le faire respecter que dans les conventions ostensibles. Ils peuvent, à la faveur du maximum, vider très vite les greniers, les boutiques, les magasins, mais il ne leur appartient pas ensuite de les remplir : c'est un des apanages de la liberté. » De cette disparition et de cette raréfaction des denrées, l'Etat, le plus gros acheteur qui existe en tout temps, particulièrement en temps de guerre, fut la principale victime. Le maximum a été un obstacle de plus. Vouloir payer en un papier que le commerce et la culture méprisaient et par surcroît ne vouloir donner de cette mauvaise monnaie qu'une quantité arbitrairement diminuée, n'était pas le procédé pour faire venir la marchandise, qui se dérobe lorsqu'on ne la paie pas à sa valeur. Non seulement la circulation était arrêtée, la production diminuait, l'ou-

vrier travaillait moins bien, le cultivateur réfractaire à l'échange de ses produits contre une monnaie de plus en plus dépréciée, donnait le blé et les légumes taxés à consommer à ses bestiaux.

L'élévation des prix par la dépréciation du papier rendit la guerre extrêmement chère, bien plus qu'elle ne l'était en Angleterre, malgré le cours forcé.

Trois mesures furent prises en 1793 pour réduire la circulation du papier monnaie : démonétisation des assignats à effigie royale, qui faisaient prime, au-dessus des coupures de 100 livres et dont il existait 558 millions, qui furent admis pendant un temps limité au paiement des biens nationaux ; perception plus rigoureuse des arriérés d'impôts s'élevant à 700 millions ; emprunt forcé devant produire un milliard.

Le 8 septembre 1793, la peine de mort est décrétée contre quiconque trafique en espèces, fait une différence entre l'assignat et la monnaie, refuse d'être payé en assignats. C'était le cours forcé appuyé sur la terreur. Il y eut alors une reprise passagère, le cours remonta, mais les recettes de l'impôt et le produit de l'emprunt forcé restaient bien au-dessous des besoins du gouvernement. La planche aux assignats offrait la ressource toujours prête.

En juillet 1794, lors de la chute de Robespierre, il y avait en circulation ou il avait été émis 6.082 millions livres. Le système financier révolutionnaire continua d'être appliqué, sauf que le

maximum fut aboli le 24 décembre 1794. Il avait cessé d'être observé, les marchandises avaient reparu. L'absence de confiance dans le signe monétaire poussait tous ceux qui le pouvaient à acheter, à se constituer des stocks. Avec la détente apparaissait la spéculation qui devait être si intense sous le Directoire. Les transactions en or et en argent, sous le vocable de nankin et de mousseline avaient recommencé, permettant de mieux apprécier la dépréciation de l'assignat. A condition d'être compensées par des importations de denrées et de matières de première nécessité, les exportations des métaux précieux furent autorisées. On put coter les prix des marchandises en espèces. La monnaie de métal est prête à reprendre sa place.

En février 1795, l'assignat vaut encore nominalement 17 0/0. Cambon proposa une loterie gigantesque et d'autres expédients pour retirer des billets. En avril 1795, au moment de la présentation du rapport de Johannot à la Convention l'assignat tombe à 10 0/0. Au milieu d'une foule de projets, on autorise, le 25 avril, les transactions en métaux précieux, déclarés marchandises, on rouvre les bourses, on autorise l'émission de 3.200 millions livres d'assignats. Le 1er juillet l'émission a atteint 12.338 millions.

On essaya d'introduire des cédules hypothécaires, on tergiversa, on donna à la Bourse de Paris le monopole des transactions en métaux précieux, soit monnayés, soit en lingots, barres ou

ouvrés. On avait déclaré seule monnaie légale les assignats et les pièces à l'effigie de la République dont il avait été frappé pour 32 millions, principalement en or.

La dépréciation de l'assignat dont il avait été émis 34.508 millions jusqu'au 1er juillet 1796, ne s'arrêta plus. L'assignat, connu et méprisé dans les campagnes sous le nom d'argent de Paris, circulait avec peine.

Au moment où la Convention fut remplacée par le Directoire, le louis d'or qui avait valu 1.000 livres en juin 1795, haussa à 3.450 en octobre. Le papier monnaie en circulation, estimé à 19 milliards, valait en métal 150 millions en espèces, et les espèces avaient commencé à reparaître. Il y avait un énorme profit à importer de l'or : l'écart entre l'or et les effets sur l'étranger fut de 20 en septembre 1795.

Lorsque le Directoire prit le pouvoir, il proposa un emprunt forcé payable en espèces, en nature ou en assignats, acceptés à 1 0/0 de leur valeur nominale. Il décréta le paiement des droits de douane moitié en espèces. Comme il fallait vivre, il fut autorisé à porter l'émission à 40 milliards.

C'est alors qu'on imagina, l'assignat étant tombé à 50 centimes et la planche devant être solennellement brisée, de remplacer l'assignat par le *mandat territorial*, gagé également sur les biens nationaux et servant à les acheter. Cet échange devait se faire à raison de 1 livre mandat contre 30 livres assignats. Il était créé 2.400 millions livres

de mandats, qui devaient servir aux besoins de l'Etat et à l'échange. Mais le public n'avait plus confiance dans le papier d'autant plus qu'on lui offrit des promesses de mandats et non des mandats eux-mêmes. Le jour même de l'émission, les mandats territoriaux perdirent plus de 80 0/0. L'Etat renonça à poursuivre son œuvre dans cette direction. Il eut beau vouloir subordonner l'exécution des contrats devant les tribunaux à la clause du paiement en *mandats*. Le public ne s'en soucia pas.

L'Etat rétablit la liberté des transactions. En quatre mois, les promesses de mandats tombèrent à 4 0/0 de leur valeur normale. En juillet 1796, le gouvernement ne les reçut plus qu'à leur valeur au cours du marché. Le 4 février 1797, une loi démonétisa tout le papier monnaie en circulation et autorisa l'acceptation des mandats territoriaux en paiement des taxes ou de biens nationaux sur le pied de 1 0/0.

Afin de permettre le règlement des dettes entre particuliers, la loi du 6 octobre 1797 prescrivit que les obligations encourues entre le 1er janvier 1791 et 17 juillet 1796 seraient calculées conformément à leur valeur en métal, suivant une taxe de dépréciation annexée. En 1795, une autre loi avait établi une échelle de dépréciation pour la liquidation des obligations contractées en livres, qui admettait des corrections en faveur des créanciers. Ainsi les obligations antérieures à 1791 ne devaient pas être réduites, mais payées en monnaie métallique. La

monnaie déterminée dans les contrats dut servir à l'exclusion de toute autre au paiement des obligations convenues, spécialement en monnaie métallique à l'époque de la dépréciation.

Comme corollaire de cette banqueroute, en vertu de la loi du 9 vendémiaire an VI, on imposa un concordat aux créanciers inscrits au grand livre de la dette publique : on consolida le tiers de la dette publique et l'on mobilisa les deux autres tiers. Le rentier demeura inscrit pour un tiers, les deux autres lui furent remboursés en valeurs fictives échangeables contre des biens nationaux. Cette opération réduisit à 40 millions le service annuel de la dette pour une population de 25 millions d'habitants.

III. *Cours forcé en 1848 et en 1870.* — En 1848, la révolution et la crise de l'année précédente ayant déterminé une série d'embarras financiers, le gouvernement provisoire suspendit le remboursement des billets de la Banque France et des banques départementales, les dotant du pouvoir libératoire, pour les dernières seulement dans leur département : cette mesure amena la fusion en vertu des décrets d'avril-mai 1848.

En 1870, le 12 août, le cours forcé et légal fut établi par une loi en France. L'émission des billets progressa de 1.470 millions, au début de la guerre à 2.216 millions le 29 juin 1871, à 3 milliards en octobre 1873. L'encaisse tombe de 3.311 millions en juin 1870 à 708 millions en septembre 1873.

La loi du 3 août 1875 déclare que les billets de

banque seraient remboursables en espèces à présentations, lorsque les avances faites à l'Etat par la Banque de 1871 à 1875 auraient été réduites à 303 millions de francs. Elle supprime le cours forcé, mais le cours légal, établi par la loi du 12 août 1870, subsiste toujours. Les caisses publiques et les particuliers sont tenus d'accepter les billets de banque comme moyen de liquidation. Faisant preuve d'une admirable force récupérative, suivant un programme strict d'assainissement financier, après une dépréciation passagère extrêmement faible, la France put en janvier 1878 abolir le cours forcé, sans mesures extraordinaires. C'est une exception.

CHAPITRE II

Angleterre

Suspension des payements en espèces en 1797. Reprise en 1821. Absorption des ressources de la Banque d'Angleterre par l'Etat en guerre. Désorganisation du change. Lettres de Ricardo. Rapport du *Bullion Committee*, 1810. Résistance des partisans du papier monnaie. Avantages de la reprise des payements en espèces et du retour à la bonne monnaie.

En 1793, au moment de l'explosion de la guerre avec la France, la monnaie légale en Angleterre était la livre sterling interchangeable avec 8 gr. 22 carats d'or (11/12e de fin). L'or était acheté à raison 3 £ 17 sh. 6 pence par la Banque d'Angleterre; la frappe en était libre. L'exportation de la monnaie ou des lingots résultant de la refonte était normalement interdite, la défense n'était guère observée.

Les pièces d'argent avaient force libératoire jusqu'à £ 25: au dessus de £ 25, seulement par pesée et comme elles étaient fort usées, personne ne songeait à s'acquitter à raison de 5 sh. 2 pence l'once : la perte eût été trop forte. Les billets n'avaient pas force libératoire.

Il circulait librement à Londres et dans les environs des billets de £ 10, 20 et davantage, émis par la Banque d'Angleterre, portant engagement de rembourser en or sur demande, au porteur. En dehors de ce rayon métropolitain, il circulait des billets semblables émis par deux cents banques comptant au plus six associés. Les coupures ne descendaient pas au-dessous de £ 5, à cause de la défense édictée en 1777. La Banque d'Angleterre même n'avait créé de billets de £ 10 que depuis 1759. Elle avait en circulation 12 millions £ de billets. On ignore le chiffre de la circulation des banques de province. On croit qu'il se rapprochait de ce montant. Il y aurait eu en Angleterre de 20 à 30 millions £ en or dont une grande partie était thésaurisée. Les faillites de banques provinciales étaient fréquentes. La Banque d'Angleterre flottait entre une grande libéralité et les restrictions de crédit : elle adoptait souvent l'une et les autres à contre-temps. La fixation du maximum d'intérêt à 5 0/0 gênait le libre jeu de l'escompte.

L'approche de la guerre en 1792-93 amena des perturbations : pour y obvier, le gouvernement offrit de prêter cinq millions £ en bons de l'Echiquier, dont il ne fut pris que 2.200.000 £.

Les deux premières années de guerre se passèrent sans encombre. En 1794, la Banque se plaignit des demandes excessives d'avances à l'Etat. Les dépenses progressèrent de 17 millions en 1792 à 24 millions en 1794, 57 en 1796, alors que les recettes ne dépassaient pas 20 à 21 millions. Voilà la source des maux à venir. L'Etat et les particuliers se livraient à des dépenses croissantes qu'une taxation rigoureuse aurait endiguées pour les particuliers.

En 1794, l'encaisse de la Banque était de 7 millions £, ses engagements de 18 3/4 millions, dont 10 3/4 représentés par des billets. En 1796, l'encaisse descend à 2 millions et demi, les engagements sont de 16 millions. En février 1797, l'encaisse est de 1.100.000 £, les billets de 9,7 millions, les dépôts de 4,9. Le conseil de la Banque informe Pitt que la situation est désespérée. Pitt réunit le 26 février le Roi, le lord chancelier et quelques autres grands personnages, membres du conseil privé qui intiment l'ordre à la Banque de cesser le payement en espèces, sous réserve de l'approbation du Parlement.

Le lendemain lundi, la Banque d'Angleterre affiche dans ses bureaux un avis rassurant, affirmant que sa situation est très forte et qu'elle continuera à escompter librement, en remettant des billets.

L'après-midi une réunion de marchands et de banquiers de la *City* vote une résolution d'accepter les billets en paiement ; elle fut signée de quatre mille personnes.

Malgré l'opposition de Fox qui prédit qu'il en serait des billets de la Banque d'Angleterre comme des assignats, le Parlement confirme par une loi, nommée le *Bank Restriction Act* et votée le 3 mai 1797, l'ordonnance en conseil du roi George III, du 26 février. Elle devait rester en vigueur jusqu'au 24 juin : elle dura de 1797 à 1821. Trois jours auparavant, l'émission de billets au-dessous de 5 £ jusqu'à 1 £ avait été autorisée. L'or disparut. Comme il y avait peu de pièces d'argent, pour les payements inférieurs à 1 £, on s'aida en frappant de l'effigie du roi, des dollars étrangers et en faisant émettre par la Banque des pièces divisionnaires de 5 sh.

En 1797, le billet ne fut pas pourvu de la qualité de *legal tender*. En 1914, force libératoire fut donnée aux billets de la Banque et aux *Treasury Notes*. Le remboursement en or, supprimé en 1797, fut maintenu au moins nominalement en 1914. Ceux qui se sont obstinés à réclamer de l'or à la Banque, se sont rendus suspects de poursuivre un objet illégal, comme la refonte.

La suspension du remboursement en espèces ne fut pas sans amener quelques troubles, notamment en Ecosse, parmi les agriculteurs et les classes les moins aisées. D'autre part, elle eut un effet moral. Le chancelier de l'Echiquier s'efforça de comprimer les dépenses et de renforcer les recettes par l'impôt. En 1810, l'écart ne fut plus que de 9 millions entre 76 millions de dépenses et 67 de recettes. La Banque aurait pu reprendre,

quelques mois après la suspension, le remboursement de ses billets, mais le gouvernement, pour des raisons politiques, ne voulut pas y consentir. Il entendit conserver ce moyen commode et funeste de trésorerie. La nouvelle loi ne limitait pas l'émission fiduciaire. La leçon des assignats avait fait une grande impression. La Banque n'abusa pas du droit. Cependant elle eut le tort de ne pas se guider d'après les cours des changes et la valeur de l'or. Elle n'eut pas de vues générales. Elle se borna, dans l'escompte et les avances, à examiner chaque cas séparément. Progressivement la circulation alla de 9,7 millions en 1797, à 24,8 en 1810, en même temps que les escomptes montaient de 5,1 à 23,8 millions. L'écart entre la livre papier et l'or ne fut d'abord pas considérable; en 1809, il augmente : le prix de l'or monte à 90 sh. au lieu de 77. En septembre 1809, Ricardo publia dans le *Morning Post* une série de lettres sous ce titre : *High Price of bullion a proof of the depreciation of banknotes*[1]. « Aussi longtemps, dit-il, que la circulation consiste exclusivement en pièces d'or et d'argent ou en papier immédiatement convertible en monnaies, sa valeur ne peut ni s'élever au-dessus ni tomber au-dessous de la valeur de la circulation métallique des autres pays, pour une somme plus grande que celle qui suffirait à payer les dépenses de transport pour importer les pièces

1. Le haut prix de la monnaie d'or et d'argent prouve la dépréciation des billets de banque.

étrangeres ou le métal, si la circulation faisait défaut ou à payer les frais d'exportation en cas d'excédent de circulation intérieure. C'est ce taux de change qu'on appelle le *gold point* (point de l'or).

Quand un pays émet des billets en papier inconvertibles, ils ne peuvent être exportés dans les autres contrées; s'ils sont en trop grande abondance dans le pays, le change avec les Etats étrangers tombe au-dessous ou le prix de la monnaie s'élève au-dessus du prix de la monnaie légale, dans des proportions plus grandes que le prix de transport. C'est la preuve qu'il y a eu une trop grande émission de papier et Ricardo conclut :

« La seule garantie légitime que le public peut posséder contre la Banque est l'obligation pour elle, de rembourser ses billets en espèces, et on ne peut obtenir ce résultat qu'en diminuant le chiffre de leur circulation jusqu'à ce que le prix de l'or soit abaissé au prix de la monnaie. »

Le prix de l'or à la Monnaie de Londres était identique au prix actuel ; le *standard gold* (l'or type) aux onze douzièmes de fin devait être frappé, sans aucun frais, en pièces de monnaie valant £ 3 17 s. 10 1/2 d. par once. Or, le prix de l'or standard, vers la fin de 1808 et pendant l'année 1809, s'était élevé à £ 4.9 sh. — et à 4.12 sh. par once. Le prix moyen du marché était de £ 4,10 soit 15,50 0/0 au-dessus du prix de la monnaie.

Le prix de l'argent était aussi de 10 à 13 0/0 au-dessus du prix de la monnaie.

Le change avec la Hollande était, pendant la seconde moitié de 1809 et pendant les trois premiers mois de 1810, de 16 à 20 0/0 au-dessous du pair.

Avant 1797, le total des billets émis par la Banque d'Angleterre était £ 10 à 12 millions; en 1798, il s'éleva à £ 13.300.000; en 1802, à £ 17 millions; en 1809, à £ 19.100.000.

La dépréciation du billet fut de 8 1/2 0/0 en 1801, de 7 1/4 0/0 en 1802, aux environs du pair de 1803 à 1809, de 13 0/0 en 1810, de 20 en 1812, de 22 en 1813, de 25 en 1814, de 19 en 1815, de 16 en 1816, elle redescend à 2 1/2 en 1817-18 remonte en 1819 à 4 1/2, et disparait graduellement. Les prix des marchandises avance jusqu'en 1814 où ils sont de 70 0/0 supérieur à ceux d'avant la guerre.

Le 1er février 1810, Francis Horner demande à la Chambre des communes de réclamer des tableaux indiquant la circulation des billets et le commerce de l'or, et propose la nomination d'un comité d'enquête. Celui-ci travailla pendant plusieurs mois, entendit de nombreuses dépositions et présenta un rapport qui fut rédigé principalement par Horner, Huskisson et Thornton. Ce rapport du *Bullion Committee* constitue un document de la plus haute importance. C'est une pièce de référence [1].

En voici les grandes lignes :

1. Sir Francis Baring attribua le mauvais état du change aux restrictions du commerce avec le Continent et à l'accroissement de la circulation de papier qui amenait une diminution de la monnaie métallique.

« Le prix de l'or a été si élevé et le change sur l'étranger si défavorablement bas, qu'on peut considérer qu'il y a quelque chose d'anormal dans la circulation monétaire nationale. Le comité a demandé à des négociants compétents la cause de ces phénomènes.

« Beaucoup de déposants sont d'avis qu'une demande inaccoutumée d'or sur le Continent en a été la cause, mais on ne remarque pas de hausse du prix de l'or à l'étranger. En admettant l'existence de cette demande, elle n'a pas amené la hausse de l'or en Angleterre. Le métal jaune n'est pas rare, son pouvoir d'achat n'a pas augmenté ici.

« Le principe de la frappe monétaire anglaise est de maintenir l'équivalence de valeur entre l'or brut et l'or monnayé. Les lois contre la refonte et l'exportation de la monnaie ont pu troubler ce principe. Cependant avant 1797, il était impossible qu'un écart de valeur se produisît entre le lingot et la pièce d'or. Depuis 1797, l'étalon quel qu'il fût, a été exposé à des variations par un excès de billets non remboursables en monnaie d'or, susceptible d'être exporté.

« Quant à la dépression des changes, quelques déposants en voient la cause unique dans la situation du commerce extérieur. Un négociant éminent a confirmé le principe que, sous le régime de la libre convertibilité du billet en or et la libre exportation des métaux précieux, la différence du change ne peut pendant longtemps dépasser le coût du transport et de l'assurance d'un pays à l'autre.

L'état de la circulation explique certainement une partie de la baisse du change.

« La politique de la Banque d'Angleterre n'a pas tenu compte du cours du change et du prix de l'or, ce qui eût été essentiel, à en juger par l'expérience des colonies nord-américaines, de l'Ecosse, de l'Irlande, de l'Angleterre.

« Avant le cours forcé, la baisse du change et le prix élevé de l'or agissaient automatiquement pour réduire les billets. Avec le cours forcé, cette action restrictive a disparu, l'émission est demeurée sans frein suffisant.

« La Banque d'Angleterre est d'avis qu'aussi longtemps que des billets sont émis seulement contre escompte de bons effets à courte échéance, la quantité de billets en circulation ne saurait être exagérée.

« Cette affirmation est exacte sous le régime de la convertibilité, elle ne l'est pas avec le cours forcé, car les billets peuvent, en ce cas, se déprécier sans être présentés à l'échange et peuvent s'accroître indéfiniment. Le maintien des lois contre l'usure, empêchant de relever l'escompte au-dessus de 5 0/0, rend la situation plus mauvaise. La Banque d'Angleterre voit si peu la vérité, qu'elle prétend que sa politique serait aussi efficace avec un taux plus bas d'escompte.

« Un frein automatique vaut mieux qu'un frein appliqué arbitrairement. L'erreur de la Banque d'Angleterre dans l'exercice d'un pouvoir d'émission non limitée qui n'aurait jamais dû lui être

concédé, est grandement responsable de la situation actuelle en 1810.

« L'émission des billets est considérable et en voie d'accroissement. Elle n'est pas due récemment à de nouvelles avances à l'Etat, mais à l'augmentation graduelle des escomptes. La quantité des billets demandée varie avec les circonstances, l'introduction de chambres de compensation, l'état de confiance réciproque. L'existence de billets de banques de province, qui ont augmenté et qui sont échangeables en billets de la Banque d'Angleterre complique la situation. Si celle-ci continuait, l'Etat devrait participer aux bénéfices.

« La reprise des payements en espèces est le seul remède à un excès de billets. L'excès qui abaisse la valeur de la monnaie est un grand mal. La persistance du mal peut provoquer la demande de réduire la teneur en or de la pièce d'or pour ramener la parité entre le papier et l'or. Le seul remède, c'est la reprise des payements en espèces. Les détails peuvent être laissés à la Banque, mais l'époque de la reprise doit être fixée dès à présent, avec un délai de deux ans, que la guerre continue ou non. Une panique intérieure pourrait servir de prétexte pour ajourner la reprise, mais non l'état du change étranger. »

Le fonds même du rapport, son idée maîtresse, c'est que lorsqu'un billet remboursable en espèces cesse de l'être, il peut être maintenu à sa valeur nominale seulement si la quantité émise est soumise à une limite établie en observant le prix des

métaux précieux et le cours du change. Pour avoir négligé cette doctrine, on a eu l'écart entre le billet et les 123 grains d'or du sovereign.

Le rapport fut présenté le 8 juin 1810. La prorogation du Parlement en fit ajourner la discussion. Dans l'intervalle, Huskisson, Giddy, Ricardo intervinrent dans la presse.

Le 6 mai 1811, Horner soumit seize résolutions à la Chambre des communes, dont la quatorzième déclarait que le devoir de la Banque était de prendre en considération le cours du change et la valeur des métaux précieux en fixant la circulation des billets tant que subsistait le cours forcé; la seizième réclamait l'abrogation du non-remboursement en espèces, dans un délai de deux ans. Un débat s'engagea, il dura quatre jours. Horner, Thornton, Huskisson et surtout Canning se prononcèrent en faveur des résolutions. Elles furent repoussées par 151 voix contre 75; l'abrogation du cours forcé dans un temps limité le fut par 180 contre 45.

Le 13 mai, Vansittart proposa dix-sept contre-résolutions, affirmant qu'il n'y avait pas d'écart entre les billets et la monnaie d'une part, le métal de l'autre : provenant non d'un excès de billets, mais de la rareté du métal précieux, il était justifié. Vansittart obtint la majorité malgré l'absurdité flagrante de ses thèses[1].

1. La troisième résolution contenait toute la substance de l'argumentation. Elle était ainsi conçue : « Les billets de la Banque d'Angleterre ont jusqu'à présent été, et sont, en ce moment, tenus par le public, dans l'opinion publique, à

Il avait affirmé que les billets de la Banque (qui n'avaient pas force libératoire) étaient acceptés comme les espèces l'avaient été, sans difficultés par le public. Cette assertion fut contredite. Lord King qui, en 1803, avait écrit une brochure pour prouver la dépréciation du billet, informa ses fermiers par circulaire qu'à l'avenir il n'accepterait plus de billets en exécution de contrats portant engagement de payer en bonne monnaie légale et qu'il exigeait des guinées ou des pièces d'or portugaises de même poids ou le montant en billets suffisant pour acheter la somme en or au cours du marché.

Cette démonstration força le Parlement de voter une loi obligeant à recevoir les billets, sans toutefois prononcer le mot de *legal tender*.

La Chambre des Lords discuta le 2 juillet 1810 les 17 thèses adoptées le 15 mai par la Chambre des Communes. Elle se prononça contre un bill qui conduisait à l'introduction de lois imposant au pays le cours forcé d'un papier monnaie, mesure

une valeur égale à la monnaie légale du royaume et généralement acceptés comme tels dans toutes les transactions pécuniaires auxquelles la monnaie est légalement applicable. »

Canning répondit : « Je ne puis croire qu'il soit possible, avant que le vote ait été émis, qu'une assemblée composée d'hommes raisonnables puisse lui donner son approbation. Une livre d'or (453 grammes) vaut exactement 58,16 en banknotes, soit exactement 56 guinées. Or 44 1/2 guinées pèsent exactement une livre. L'honorable gentleman affirme que des personnes donnent volontiers 56 guinées pour une marchandise qu'elles pourraient avoir pour 44 1/2 guinées. »

chargée d'injustice, destructive de toute confiance dans la sécurité des contrats et, comme l'a démontré une expérience indéniable, productive des calamités les plus fatales.

En novembre 1810, l'or valut 84 sh. 6 pence, 110 en août 1813 et tomba à 85 en octobre 1814, remonta en février 1815 à 89; après l'évasion de Napoléon, il arriva à 110. Après Waterloo, il cota 83 en octobre 1815, 78 sh. 6 pence en 1816.

A cette époque, avec un écart seulement de 7 pence et demi entre le cours de l'or et la parité, la reprise des payements aurait dû être facile, mais la Banque se sentait à l'aise, sous le régime de la non-convertibilité. Elle était dispensée de se préoccuper du remboursement. En outre, on se faisait des idées exagérées du montant de métal nécessaire. De 1808 à 1815, l'encaisse, qu'on appelait alors le Trésor, avait fléchi de 8 à 2 millions £. La Banque se mit à le renforcer. Elle paya jusqu'à 80 sh. l'once, ce qui équivalait à donner 1 livre 6 pence pour 1 sovereign. Il eût été plus intelligent de retirer des billets, au lieu de payer 6 pence par livre de plus que la valeur nominale du billet pour accumuler les espèces en vue du remboursement.

En novembre 1816, l'encaisse étant de 8 millions £, l'or à 78 sh. 6 pence, la Banque voulut tâter le terrain. Elle se déclara prête à rembourser en or les billets de 1 et 2 livres, émis avant 1812. Très peu de billets furent présentés. En avril 1817, avec l'encaisse de 10 millions et l'or à 79, elle fit la même offre pour tous les billets de 1 et 2 £ anté-

rieurs à 1816. Là encore, il y eut peu de demandes. L'encaisse étant de 12 millions en septembre 1817 et l'or à 80 sh. elle offrit de rembourser n'importe quels billets antérieurs à 1817. Mais là elle fut prise, faute d'avoir tenu compte du prix de l'or et du change. De grosse quantités de billets furent présentées. Entre août 1817 et février 1819, l'encaisse fléchit de 7 millions et demi, sans qu'il y eût une réduction correspondante des billets en circulation.

La Banque montra trop de libéralité à escompter, elle réduisit ses ressources en faisant une avance à l'Etat et en distribuant de trop grosses sommes à ses actionnaires.

En 1819 des commissions secrètes des deux Chambres furent chargées d'étudier la reprise des payements. Elles conclurent aussitôt à la folie des tentatives partielles de reprises des payements. Le Parlement interdit à la Banque de continuer dans cette voie.

A cette époque, le portefeuille de la Banque en effets de commerce était très réduit, 4 millions et demi à peine, il était grossi par les avances à l'Etat. Afin d'agir sur la circulation, il fallait réduire la dette de l'Etat. Le Parlement, à la demande de la Banque, insista sur le remboursement de 10 millions de £ de bons de l'Echiquier. Le résultat en fut excellent : l'encaisse augmenta, la circulation en février 1821, se trouva au-dessous du maximum atteint en avril 1817 (20 millions contre 27 millions £), l'encaisse de 12 millions contre 9 millions de £.

A cette époque, la reprise du payement en espèces devint facile. L'encaisse couvrait plus de la moitié.

Le 1er mai 1821, l'échange à vue des billets contre la monnaie de métal fut repris à guichets ouverts [1].

Comment se fait-il que l'émission des billets n'eût pas pris de plus fortes dimensions. D'après Tooke, dans son *Histoire des prix*, cela est dû au maintien du taux élevé d'intérêt à 5 p. 100. Celui-ci a pu y contribuer. La vérité, c'est que la Banque, dans les premières années et dans les dernières du *Suspension Act*, s'attendait à une prochaine reprise des payement en espèces et voulait être en mesure d'y faire face. La leçon des assignats n'avait pas été perdue. Dans la période intermédiaire, après la rupture de la paix d'Amiens, la Banque se relâcha. La discussion de sa politique, notamment par le comité de 1810, la rappela à plus de modération.

Malgré leur obstination apparente, les gouverneurs et les régents de la Banque d'Angleterre ont été sensibles aux critiques et à la doctrine établissant des rapports entre les effets d'une grosse circulation fiduciaire et le cours du change.

Le Gouvernement avait résisté à la reprise des

1. Jusqu'en mars 1819, le Conseil de la Banque se refusa à reconnaître un lien entre le retrait des billets et l'amélioration du change. En 182[illegible], sur la proposition d'un administrateur, cette opinion fut officiellement contredite. On admit que l'émission des billets devait être conduite en prenant en considération l'état du change et le marché des métaux précieux.

paiements en espèces par la Banque et à l'abandon du papier monnaie. Cependant, en 1822, à la veille de la date où ces paiements devaient être repris, il eut à combattre nombre de ses amis qui voulaient maintenir le régime du papier.

Ils avaient pour doctrine que le resserrement de la circulation était la cause de la diminution des prix :

« Ils pensaient, dit Smart[1], qu'ils avaient compris la situation quand ils avaient dit que c'était le resserrement de la monnaie qui forçait les banques à renoncer à leurs vieilles facilités. S'ils étaient obligés de réduire les prix de quelque chose qu'ils voulaient vendre sans trouver d'acheteurs, ils pensaient que c'était parce que l'acheteur n'avait pas assez de pièces de monnaie dans sa poche pour payer le prix qu'ils avaient demandé. »

Un publiciste agité, Cobbett, poussa « la théorie quantitative » à son dernier degré; il dit que jamais la guerre n'avait élevé le prix du blé; c'était le papier; la baisse du prix du blé ne venait donc pas de la saison favorable, mais du « changement dans le volume des instruments de circulation ». En même temps, sans reculer devant la contradiction, il prétendait que la disette des pommes de terre en Irlande provenait de la reprise des paiements en espèces. Ses articles étaient largement cités et reproduits dans les journaux de province; et l'*Edinburgh Review* le désignait

1. *Economic Annals of the Nineteenth Century*, t. II, p. 92.

comme le premier des journalistes hebdomadaires « en pouvoir et en popularité ». Il allait de meetings, en meetings, organisés par les agriculteurs, leur disant :

« Les prix tomberont au-dessous de ceux de 1793. C'est reconnu universellement, excepté par M. Webb Hall et quelques autres, que la chute des prix est due au bill de M. Peel, en un mot à la diminution de la monnaie en circulation. Qu'est-ce qui arrivera quand il aura son plein effet en 1823, quand les billets de la Banque d'Angleterre n'auront plus de cours forcé, quand les banques seront obligées de payer en or, et quand la plus grande partie de ces banques seront forcées de disparaître?

« Il n'y a de remède pour les agriculteurs qu'une augmentation de la circulation. La reprise des paiements en espèces est un coup de maître en faveur des porteurs de fonds et des manieurs de monnaie ! »

Le 18 février, Peel trouva nécessaire de défendre son bill : « Si le système du papier continuait, les individus ne seraient jamais satisfaits avec un haut prix fixé pour leurs marchandises ; le stimulant, qui dominait pendant la grande guerre, c'était l'espoir d'une augmentation continuelle des prix.

« A cette époque, l'argument contre la reprise des paiements en espèces était la diminution des revenus et des bénéfices des manufactures et du commerce. Personne ne prévoit de semblables conséquences pour l'agriculture. Aujourd'hui les

réserves ont augmenté, le commerce s'est développé, les manufactures sont devenues prospères. Comment donc la mesure causerait-elle une dépression à l'agriculture seule ? »

Malgré cet argument décisif, le 5 mars, Scarlett (depuis Lord Abinger) présenta une pétition « manifestant la crainte qu'une grande portion de la détresse ne provînt du retour aux payements en espèces, et il ajoutait : — « C'est un fait que les prix ont été réduits par l'augmentation que cette mesure donne nécessairement à la valeur de la monnaie. »

Le 8 mai, Wyvill dit qu'ils se trouvaient en présence de deux solutions : le rappel du *Peel's bill* ou la réduction des impôts de £ 20 millions. La première n'était pas possible; le dégrèvement était donc nécessaire.

Le Gouvernement lui-même avait cru devoir prendre une avance de £ 4 millions en échange d'*Exchequer bills*. Londonderry et Liverpool expliquèrent fort mal les motifs de cette mesure. Huskisson l'approuva comme destinée à montrer que la Banque avait plus d'or à sa disposition qu'elle ne le jugeait nécessaire.

Le 11 juin, Western condamna la mesure comme aussi injuste qu'impolitique, « non pas parce qu'elle abaissait le prix mais parce qu'elle élevait la valeur de la monnaie », et il déclara que la baisse du prix du blé ne venait pas de l'abondance de la récolte, mais du renchérissement de la monnaie. Il voulait un système qui, donnant à tous les

produits de l'industrie le même prix relatif que pendant la suspension des paiements en espèces, porterait le froment à 80 sh. par quarter et les salaires à 15 sh. par semaine. Huskisson lui répondit : « La dépréciation de la monnaie, ce fut le triomphe de Law ! » Et le Peel's Bill ne fut pas rappelé.

Le grand argument, c'était la baisse du prix des principales marchandises qui comme celle du blé avait été de 40 0/0 depuis 1818.

Tooke[1] en donne les causes suivantes : « La très grande augmentation des importations à la fin de 1818 et les prix très hauts qui dominaient alors et qui pouvaient seulement être le résultat de la rareté, conduisaient nécessairement, en supposant le maintien d'une circulation égale, à une grande baisse de prix en 1819 ; et l'abondance continue des produits continua la baisse jusqu'à la fin de 1822. »

En 1822 c'était la cinquième bonne récolte ; elle fut magnifique pour tous les produits, blé, avoine, orge, seigle, haricots et pois ; et cependant, au lendemain de la récolte, les prix augmentèrent[2].

Comme conséquence logique de leur argumentation, ceux qui demandaient le maintien de la circulation de papier pour assurer la hausse des prix brûlaient les machines à battre. Dans une nuit, la malle, en traversant le Suffolk, avait vu dix-sept

1. *History of Prices*, t. II, p. 116.
2. Smart, *Economic Annals*, t. II, p. 115.

incendies. Cependant, les fanatiques qui les allumaient ne poussaient pas la logique jusqu'à briser les charrues.

Les chiffres du commerce extérieur confirmèrent la prospérité de l'année 1822 ; les importations s'élevèrent à £ 30.531.000 le même chiffre qu'avant la guerre ; les exportations de produits britanniques furent de £ 36.966.000 ; les réexportations de £ 9.227.000. Les exportations de coton avaient augmenté de 10 0/0, celles de toile de 12 0/0, celles de lainages de 13 0/0, de quincaillerie de 17 0/0.

La seconde enquête de Peel montra, en 1823, une grande augmentation de constructions ; la taxe des pauvres avait diminué dans chaque paroisse ; les salaires avaient augmenté, ceux des filateurs de coton fin étaient de 30 sh. par semaine, des tisseurs de 20 à 28 sh. Partout les ouvriers étaient occupés.

En 1824, le discours du trône célébrait la prospérité de l'agriculture et le Parlement n'entendait pas de plaintes de sa part, ce qui prouve qu'en dépit des prédictions de Cobbett, la reprise des paiements en espèces, le « resserrement de la monnaie » ne l'avait pas ruinée.

Le professeur Cannan a réédité en 1919 chez P.-S. King and Sons à Londres sous le titre de *The paper pound of 1797-1821* le rapport du *Bullion Committee*. Il termine l'introduction, où il fait un rapprochement entre 1797, 1821 et l'époque présente, par cette phrase : « Lorsque les écailles

tomberont des yeux, les gens ne crieront plus à leurs gouvernements de pendre les profiteurs, mais de brûler des billets et de continuer à en brûler jusqu'à ce que le restant en circulation achète autant d'or qu'avant la guerre. »

On ne peut que s'associer à cette conclusion. Le tout, c'est de commencer. Pour cela, il faut avoir un budget en équilibre. Car l'incinération pure et simple de billets serait une véritable farce si l'on en émettait de nouveau pour des besoins de trésorerie[1].

1. En 1792, le Consolidé était en octobre à 90, en janvier 1793 il tombe à 75 et se maintient à ce cours. De 1793 à 1801 (paix d'Amiens) l'Angleterre avait dépensé 120 millions £ dont 60 0/0 pour la guerre et la marine, 30 0/0 pour la dette. 56 0/0 furent obtenus par l'impôt. Le Trésor paya 4 1/2, 5 1/2, 6 3/4, puis en 1800 4 3/4 0/0 aux capitalistes. Le Loyalty Loan de 1793 mis en souscription publique produisit 18 millions mais perdit jusqu'à 14 0/0, sans qu'un souscripteur se dérobât. Durant cette première période, la guerre coûta 28 millions par an. De 1804 à 1816, elle coûta 62 millions £. Les vingt-trois années de guerre ont absorbé 826 millions, la dette 262 millions. De 1792 à 1817, on emprunta 1.315 millions, dont on remboursa 831 millions. Dans ces vingt-trois années, le capital de la dette progressa de 249 à 850 millions.

CHAPITRE II

États-Unis

Billets coloniaux. Billets continentaux. Banqueroute de 1790. Guerre de Sécession. Émission de papier monnaie (*greenbacks*, 1862). Politique de Mac Culloch après la guerre pour préparer la reprise des paiements en espèces qui a lieu en 1879, malgré les campagnes inflationnistes. Banqueroute monétaire des États du Sud.

L'histoire monétaire des États-Unis est des plus instructives : elle montre au XVIII[e] siècle tous les inconvénients de l'abus du papier monnaie, tous les maux de l'inflation, avec la banqueroute au bout. Au XIX[e] siècle, la guerre de Sécession oblige les deux belligérants à recourir au papier monnaie, celui du vaincu s'effondre dans la faillite, le vainqueur met une douzaine d'années à revenir au paiement en espèces.

Période coloniale. — La colonie du Massachu-

setts fut la première en 1690 à émettre des billets de crédit pour payer la solde des troupes envoyées guerroyer au Canada. Ces billets sans cours forcé au début, qui devaient servir à payer les impôts et qui constituaient une forme d'emprunt déguisé, perdaient immédiatement les 2/5 de leur valeur. En 1692 ils furent pourvus de la force libératoire, durent être acceptés avec 5 0/0 de prime par les collecteurs de taxe et portaient promesse d'être remboursés en argent dans 12 mois.

Les autres colonies, toutes à court de ressources liquides, suivirent cet exemple, malgré le *veto* des autorités métropolitaines. Il y eut d'incessants conflits avec les assemblées coloniales, soutenues par l'opinion publique, refusant les crédits aux gouverneurs. Les négociants dans les colonies, les marchands dans la *City* souffraient de la surabondance des billets accompagnée d'une hausse et d'une instabilité de prix. En 1751 et en 1763, le Parlement anglais interdit l'émission de papier monnaie dans les quatre provinces de la Nouvelle Angleterre. Massachusetts dilua l'émission au point qu'une livre sterling en or fut l'équivalent de 11 livres en papier, puis fit une faillite de 90 0/0. Les abus les plus scandaleux furent commis au détriment des créanciers. La colonie de Rhode Island avec 20.000 habitants émit 400.000 £ de billets de crédit. La corruption dans les assemblées coloniales fut abominable [1].

1. Voir *Money and Banking*, par Horace White, 1895, Boston.

Cette émission excessive de billets pour payer les dépenses du gouvernement local, les frais de guerre, faire des prêts aux particuliers, amena la dépréciation rapide et arriva dans le New-Hampshire à l'anéantissement complet (1763). A New-York, la dépréciation ne dépassa pas 25 0/0. Il y eut des troubles, des désordres provoqués par ceux qui voulaient plus de papier monnaie et qui par cette voie tendaient à l'anéantissement des dettes publiques et privées.

Cette orgie de billets de crédit aboutit sous une forme brutale à toutes les conséquences que nous avons trouvées en Europe ; renchérissement, insécurité des transactions, spéculation déchaînée.

Cette leçon ne servit pas à empêcher l'émission de papier monnaie en 1775, par le Congrès Continental, avant la déclaration de l'indépendance, malgré les avertissements de Franklin et de Pelatiah Webster[1]. Rapidement 15 millions furent émis de juillet à décembre 1775, amortissables en quatre ans, 1779, au moyen du paiement des taxes. A cause de la jalousie des Etats, qui ne voulaient pas autoriser l'imposition de taxes fédérales et qui faisaient des objections à un papier à cours forcé, il fallut compter sur la bonne volonté du public. Dès leur apparition, les billets continentaux subir une perte[2].

1. Voir Horace White, déjà cité, Professor Sumner, *Finances of American Revolution* ; Bolles, *Financial History, of United States*.

2. L'intègre Washington, qui au début ne comprenait rien

A la fin de 1779, il en avait été émis pour 242 millions de dollars, qui, en 1781, avaient perdu toute valeur. Cette émission de papier monnaie fut accompagnée des phénomènes dont l'apparition est inévitable. Nous retrouvons les tentatives de maximum : 4 fois, 8 fois, 10 fois, 20 fois les prix de 1774, avec des pénalités sévères contre les contrevenants. Il y eut des mutineries militaires fréquentes parce que les soldats touchaient une solde qui avait perdu toute valeur. Les 7 dollars mensuels équivalaient à 33 cents ; Washington, pour faire marcher son armée sur Yorktown, dut envoyer emprunter des espèces à Rochambeau afin de payer les arriérés de solde.

En 1780, le Congrès essaya de substituer de nouveaux billets aux anciens sur le pied de 40 dollars anciens pour un nouveau. Comme on estimait la circulation à 200 millions, cela eût donné 5 millions dollars de nouveaux billets. Mais ceux-ci se déprécièrent immédiatement. Quant aux anciens, ils tombèrent à 500 pour un nouveau à Philadelphie et cessèrent de circuler. Dans le Sud, ils se maintinrent encore quelque temps sur le pied de 1.000 contre 1. Le Congrès voulut introduire des taxes en nature pour l'entretien de l'armée, la monnaie de papier ne rendant plus aucun service. Ce système donna lieu à d'effroyables abus, à la con-

à ces questions, considérait qu'il fallait pendre les accapareurs, les agioteurs ; et lui-même recommandait à son intendant de convertir en terres le produit de la vente de ses récoltes, sans conserver les billets.

cussion, au gaspillage faute de moyens de payer le charriage, la récolte dut rester sur place et se gâta. Washington dut contremander l'arrivée d'un corps de milice, faute de pouvoir les nourrir.

En 1781, le Congrès recommanda aux Etats particuliers de modifier leur législation et d'abolir le cours forcé des billets. Tous adoptèrent des barèmes pour liquider les dettes plus ou moins conformément à la valeur des billets à des dates différentes. Un tableau de dépréciation recommandé par le Congrès indiquait le billet au pair en septembre 1777, alors qu'il ne valait que 33 cents par dollar. Il y eut des fraudes nombreuses.

La monnaie *continentale* devint un objet d'exécration. Une loi du Congrès (4 avril 1790) offrit aux détenteurs l'échange des billets à raison de 100 dollars pour 1 dollar en espèces, en titres 6 0/0. Seulement 7.000.000 dollars de billets furent présentés à l'échange.

Après la catastrophe, on se demanda si le billet continental n'avait pas été une taxe de guerre. En tout cas, la dépréciation du billet, due aux conditions dans lesquelles il avait été émis, avait augmenté considérablement le coût de la guerre ; elle avait amené des mutineries, obligé de recourir à des réquisitions en nature, au maximum, elle avait pesé très lourdement et très diversement sur les créanciers à terme, sur ceux qui avaient des revenus fixes, sur les établissements de charité et d'instruction qui avaient perdu jusqu'à 97 1/2 0/0

de leur revenus. Ce fut un emprunt forcé, non pas un impôt.

La constitution des Etats-Unis interdit aux Etats d'émettre des billets de crédit ou de donner force libératoire à tout autre monnaie que l'or et l'argent.

La Chambre des Représentants, par 95 contre 42, en 1814, rejeta la proposition de M. Hall d'émettre des billets du Trésor, ayant force libératoire.

La guerre de sécession éclata en 1861. Le 9 août, le secrétaire du Trésor négocia, avec les banques de New-York, de Philadelphie et de Boston, trois emprunts formant un total de 150 millions. Les banques proposèrent d'ouvrir des crédits contre lesquels la trésorerie disposerait par chèques. Il préféra retirer l'or qu'il dispersa à travers les pays. Cette fausse politique obligea les banques de cesser les paiements en or.

Le 7 janvier 1862, à une voix de majorité, le Comité des finances accepta la proposition de M. Spaulding d'émettre des billets avec force libératoire. Les banques et banquiers déconseillèrent cette mesure et suggérèrent de laisser le gouvernement vendre des obligations 6 0/0 à vingt ans au prix qu'il obtiendrait sur le marché plutôt que de faire du papier monnaie. M. Spaulding effraya ses collègues en montrant les obligations vendues à perte, alors que les billets circuleraient au pair. L'événement lui donna tort, puisque finalement les billets perdirent 60 0/0 au détriment de ceux

qui les recevaient et qui durent payer plus cher tout ce dont ils eurent besoin.

La loi autorisant l'émission des billets fut votée le 6 février 1862 par 93 contre 59 dans la Chambre; par 22 contre 17 dans le Sénat. Le gouvernement était autorisé à émettre 150 millions dollars de billets, à placer sur le marché des obligations 6 0/0, dont les intérêts étaient payables en espèces et à percevoir les droits de douanes en or.

Le 7 juin 1862, M. Chase, secrétaire du Trésor, demanda et obtint d'émettre 150 millions de billets, le 13 janvier suivant il reçut l'autorisation d'émettre 100 millions pour payer la solde de l'armée et de la marine en retard. L'émission totale des *greenbacks* était de 400 millions. L'or faisait 42 à 59 0/0 de prime. Les signes monétaires étaient rares.

En outre il fut émis 226 millions dollars de billets portant intérêt, qui devaient circuler au pair, le porteur bénéficiant de l'intérêt qui, à échéance, représentait pour un billet de 10 dollars, 1.94.

Les premiers billets avaient reçu le privilège de se convertir en 6 0/0 or au pair. A la demande du Ministre des Finances, contrairement à cet engagement, le privilège fut supprimé à partir du 1er juillet 1863. Ce fut une maladresse, car le porteur de billets eût volontiers consolidé ses billets dès que le 6 0/0 dépassait le pair.

En juin 1864, le Congrès autorisa une émission temporaire de 50 millions de *greenbacks*, fixant

le montant de 400 millions dollars comme maximum. Après la fin de la guerre, le montant de 400 millions fut diminué de 44 millions à raison de 4 millions par mois, en vertu d'une loi proposée par le secrétaire de la Trésorerie Mac Culloch, qui voulait réduire la circulation sur le produit des impôts.

M. Chase, en vue d'assurer le classement des emprunts de guerre, imagina de créer les *National Banks* qui obtiendraient le droit d'émettre des billets circulant sur le territoire entier de la République, en enlevant ce privilège aux institutions existantes. L'émission nouvelle était gagée sur des titres de la dette fédérale. Les billets allaient manquer d'une qualité essentielle, celle d'avoir une origine commerciale et d'être doués d'élasticité.

M. Chase fit voter une loi interdisant la vente de l'or et du change étranger (17 juin 1864). Il se figurait par cet interdit faire baisser le prix de l'or. La prime moyenne de l'or fut de 50 0/0. De 1862 à mai 1865, il fut dépensé par l'État fédéral 3.352 millions de dollars, dont 2.500 millions achetés sur le marché et payés avec des *greenbacks* qui ne valaient en réalité que 1.630 millions. La dépréciation du dollar coûta 870 millions aux contribuables.

Le renchérissement des prix atteignit son maximum en 1865 avec 217 en comparaison de 1860 = 100; le salaire n'avait progressé qu'à 143.

La fin de la guerre, qui avait coûté aux Etats du Nord 6.180 millions, laissait en circulation

450 millions legal *tender notes* (*greenbacks*). 400 millions billets 6 0/0 à un et deux ans, 400 millions à trois ans. Il y avait en outre en circulation 150 millions dollars de *National banks*, 150 des anciennes *States banks*. Cela donnait 983 millions dollars contre 207 millions billets et 228 millions d'or en 1861.

Cinq jours après son entrée en fonctions, en 1865, Mac Culloch déclare que le but principal est de faire face aux engagements du Trésor, de ramener les affaires du pays à l'étalon métallique, dont l'abandon bien qu'inévitable temporairement, n'a pas été moins nuisible et démoralisateur pour la nation qu'onéreux pour l'Etat.

Après avoir pris connaissance des rapports de Mac Culloch, la Chambre des représentants, en 1865, vota une résolution adoptant les vues du secrétaire d'Etat sur la nécessité de restreindre la circulation en vue de la reprise des payements en espèces, aussitôt que la situation du pays le permettrait.

Dans le cours des quatorze années qui interviennent jusqu'à la reprise des payements, l'attitude du Congrès changea. Il fut moins sage qu'en 1866. Il pencha du côté des inflationnistes. Il fallut qu'en 1874, le président Grant usât de son droit de veto pour empêcher le relèvement de la quantité des *Greenbacks*. Il motiva son veto en déclarant que ce serait s'écarter des principes véritables des finances, de l'intérêt national, des obligations nationales envers les créanciers, des promesses du

Congrès, des engagements pris par les deux partis, de ses vues et de ses promesses personnelles faites par lui dans chacun de ses messages annuels. Ce veto fut accueilli avec enthousiasme par les anti-inflationnistes. Après bien des vicissitudes, après avoir subi l'infection silveriste du système monétaire, la reprise des payements fut votée et les termes en furent fixés par la loi du 22 décembre 1874[1].

Le secrétaire de la Trésorerie avait accumulé 41 millions en or sur les excédents budgétaires, les droits de douane se payant en or, procuré 92 millions en vendant des 4 0/0 et 4 1/2 0/0. La réforme était incomplète parce qu'elle laissa subsister 346 millions de *greenbacks* qui furent un ennui et un danger. Mais le 1er janvier 1879, les Etats-Unis revinrent à la monnaie métallique.

Depuis le 17 décembre 1878, la prime sur l'or avait disparu. Elle avait été de 134 en 1862, de 285 en 1864, de 233 en 1865, de 167 en 1866, de 150 en 1868, de 162 en 1869, de 123 en 1870, de 115 en 1871, de 117 en 1875, de 107 en 1878. Le dollar avait perdu jusqu'à 68 0/0 de sa puissance d'achat.

Les importations d'or, après la reprise des paiements en espèces furent de $ 13 millions en 1878,

1. L'inflation avait ses avocats enragés parmi les agriculteurs, les industriels, les débiteurs. « Le *Greenback* est tombé sur le pays comme une rosée bienfaisante, écrit Carey. Ce qu'il lui faut, c'est un accroissement, non une diminution de la circulation ». Le général Butler proposa de créer des billets pour rembourser les 2.800 millions dollars de dette publique.

de 6 en 1879, de 80 en 1880, de 100 en 1881, de 34 en 1882.

La loi du 14 mars 1900 définit et fixe l'étalon de la valeur, maintient la parité de toutes les formes de monnaies émises ou monnayées par les Etats-Unis. L'article 1er est ainsi conçu « le dollar de 258/10 grains d'or à 9/10 de fin sera l'unité étalon de valeur. »

Les Etats confédérés du Sud commencèrent la guerre sans disponibilités. Ils réussirent cependant à placer leurs billets au pair contre des effets sur l'Angleterre pour acheter des armes et des munitions. En 1861, la circulation du Sud était de 85 millions dollars émises par des banques solvables. La première émission gouvernementale en mars 1862 fut de 2 millions en billets de 50 dollars portant 3,65 0/0 d'intérêts, la seconde de 20 millions sans intérêt, échangeables contre des obligations 8 0/0 et ayant cours légal sauf pour acquitter la taxe d'exportation sur les cotons.

A la fin de 1862, il y avait 290 millions en circulation, sans compter les billets émis par les Etats, les villes, les chemins de fer, les usines ; le change sur l'étranger, le prix des marchandises avaient triplé. On essaya de faire rentrer les billets qui ne cessaient de se déprécier. A partir de 1863, les émissions se précipitent, à raison de 50 millions par mois. Quand on atteignit le chiffre de 600 millions de dollars, que l'or cotait 20 pour 1, on voulut ramener la circulation à 200 millions et offrir ce montant en nouveaux billets alors que les anciens

seraient considérés comme des obligations à faire enregistrer par le Trésor. Les anciens billets seraient frappés d'une taxe de 33 1/3 0/0, les 66 2/3 restant convertis en nouveaux billets.

Le public apporta ses billets à consolider, mais les prix augmentèrent terriblement.

Le 1er octobre il y avait 283 millions de billets nouveaux en circulation, l'or valait 26. Le montant le plus élevé avait été de 700 millions en 1863. En avril 1865 le dollar confédéré valut 1 cent.

Le vainqueur ne reconnut jamais les billets des Confédérés pas plus que leur dette. Ce fut une banqueroute consécutive à la défaite dans une guerre civile.

CHAPITRE IV

Italie

Guerre de 1866. Cours forcé. Réforme et emprunts de Magliani. Reprise des paiements en 1883. Fragilité de la réforme. Rétablissement du cours forcé en 1892.

L'histoire du cours forcé commence le 1er mai 1866, par suite de la pénurie du Trésor, en présence de la guerre avec l'Autriche. Le Trésor se fait avancer 250 millions par la Banque Nationale dont les billets sont dotés du cours forcé[1].

L'agio atteignit 22 0/0, la rente italienne tomba

1. Une commission d'enquête a reconnu que le cours forcé n'était commandé ni par les intérêts politiques ni par les intérêts économiques et financiers, qu'il avait précipité une crise financière, chassé du pays tout le numéraire, provoqué la rentrée des valeurs italiennes et le retrait des capitaux étrangers.

au-dessous de 40. En 1872 la circulation s'élevait à 1.300 millions lire de billets dont 740 pour le compte de l'Etat.

De 1866 à 1874, l'agio varie entre 22 et 7.0/0.

En 1870, le ministre des Finances Sella établit un programme financier subordonnant la réforme monétaire au rétablissement de l'équilibre budgétaire et proclamant la guerre au déficit. Le cours forcé n'est qu'une conséquence de la faiblesse financière et économique.

L'Italie souffrait de la multiplicité des institutions émettant des billets : en 1874 on limite à six banques, à la tête desquelles se trouva la Banque Nationale, le droit d'émission et on les constitua en consortium, émettant des billets de 1/2, 1, 2, 5, 10 et 20 lire pour un milliard que l'Etat se fit prêter pour rembourser les 890 millions qu'il devait à la Banque Nationale.

La droite avec Sella subordonnait l'abolition du cours forcé, à l'amélioration des finances publiques ; la gauche arrivée au pouvoir en 1876[1] et fière du surplus obtenu en 1875, crut l'heure propice. Elle fit voter la loi de juin 1881. En 1882, on appliqua les réformes conçues par M. Magliani. Les mesures consistaient dans la conclusion d'un grand emprunt de 644 millions qui devait fournir 444 millions en or. Il fut émis en deux fois avec succès à Londres. Les banquiers versèrent 491 millions en

1. En janvier 1880, l'agio sur l'or était de 13 0/0, en juillet de 10 0/0, en janvier 1881 de 1 0/0.

or et 153 millions en argent sans troubler le marché financier, grâce à la hausse du change américain et à la possibilité de se procurer à bon marché des 1/2 impériales russes.

Le 12 août 1883, le cours forcé fut aboli. Il y avait 940 millions lire de billets du consortium, qui avait été dissous en 1881. Les demandes de remboursement furent nombreuses. Le public depuis une quinzaine d'années était habitué au papier monnaie et au cours forcé.

Le tableau suivant indique l'opération.

	Entré en circulation Espèces monn.	Billets d'Etat	Demeuré en circulation Billets du consortium
	—	—	—
			Millions livres
En Juin			
1884	306	197	437
1886	476	305	158
1888	584	334	21
1890	591	338	10
1892	592	338	9

Le change italien dont l'afflux des étrangers et les remises des émigrants sont les véritables soutiens en temps ordinaire et qui souffre de toute épidémie, s'améliora en 1883 et en 1884, où il y eut une importation d'or. En 1885, il y eut une sortie d'or de 68 millions provoquée par le remboursement des actions de la Régie des tabacs. La prospérité des finances italiennes fut éphémère. Une série de fautes et d'erreurs dont en grande partie la responsabilité remonte à M. Crispi, l'entrée dans la triple alliance, des guerres de tarif, des expéditions coloniales, la crise immobilière de

Rome, le dépassement des limites légales de l'émission par trois banques (81 millions) avaient abouti le 9 juin 1892 au rétablissement du cours forcé.

On fonda alors (loi du 10 août 1893) le *Banca d'Italia* qui conserva seule avec la Banque de Naples et la Banque de Sicile le privilège de l'émission pour 20 ans, la quantité des billets devant être ramenée de 1.090 millions à 867 millions. On introduisit de nouvelles dispositions pour régler la couverture des billets.

En 1884, l'Etat avait pris la réserve d'or des banques, dont il avait besoin pour ses paiements à l'étranger, et l'avait remplacée par ses propres billets.

En 1914, les trois banques avaient le droit d'émettre 908 millions lire de billets de 1.000, 500, 100 et 50 lire auxquels s'ajoutaient 500 millions lire de billets inconvertibles de l'Etat depuis 1894. Elles étaient tenues d'avoir une encaisse de 548 millions en or.

CHAPITRE V

Autriche-Hongrie

Longue misère monétaire de la monarchie autrichienne. Banqueroute de 1811. Révolution de 1848. Réforme de 1894 qui comporte le passage de l'étalon d'argent, respectivement du papier monnaie à l'étalon d'or, sans circulation effective de l'or.

Nous avons vu comment, au XIXe siècle, l'Angleterre, les Etats-Unis, la France, l'Italie sont revenus à la bonne monnaie, sans modifier leur système monétaire. D'autres pays, comme l'Autriche Hongrie et la Russie ont procédé différemment : ils ont procédé par un changement d'étalon, en substituant l'étalon d'or à l'étalon d'argent ou plus exactement, en arrivant à l'étalon d'or, au sortir du cours forcé et du papier monnaie fondé sur l'unité monétaire d'argent.

Cet assainissement de la monnaie a comporté l'ensemble des mesures indispensables, le rétablissement de l'équilibre budgétaire, l'obtention de surplus, la disparition de certains types de dette flottante qui servaient de succédanés à la monnaie, le règlement des rapports entre l'Etat et la Banque d'émission, l'attente d'une balance favorable des paiements internationaux.

Vers la fin de la guerre de sept ans, en 1762, l'Autriche créa son premier papier monnaie, le billet de banque qui d'abord n'avait pas cours forcé et était émis seulement en quantités modérées. Peu à peu, par suite des guerres incessantes, l'émission, developpée à l'excès, atteignit un milliard de florins. Lorsqu'après les luttes contre la France révolutionnaire et impériale, l'Autriche en arriva à la grande banqueroute de 1811, le milliard de billets de banque fut réduit au cinquième de sa valeur nominale [1]. Ce cinquième fut payé en papier qui acquit la plus triste notoriété sous le nom de monnaie viennoise (*wiener wdhrung*). Les considérants qui accompagnaient le décret impérial du 20 février 1811 stigmatisent les fluctuations des prix dues au papier monnaie « comme si pernicieuses parce qu'elles ébranlent les fortunes privées, entravent l'industrie, dérangent les relations sociales, créent la méfiance et la jalousie ». La mesure fut très mal accueillie sauf par quelques

1. L'argent métal valait 118 en 1800, 203 en 1807, 500 en 1810, 1.200 en 1811.

spéculateurs qui avaient pris leurs précautions et que la faillite de l'Etat enrichit. Le gouvernement promit de limiter l'émission aux 212 millions florins d'*Einlösungsscheine* nécessaires au remboursement des billets anciens à raison de 1 pour 5. Le jour de leur apparition, les *Einlösungsscheine* perdirent 50 0/0. Ils remontèrent à 87, mais la promesse du gouvernement ne fut pas tenue. En 1816, il y avait en circulation 639 millions. Après 1815, les finances se relevèrent, mais malgré une série de tentatives au cours des années suivantes, on ne réussit pas à revenir pleinement aux payements en espèces [1]. En 1817, fut fondée la Banque Nationale d'Autriche avec l'aide de laquelle on tenta de supprimer le papier monnaie d'Etat, mais sans succès également. A côté des billets de banque qui représentaient leur pleine valeur nominale de florins d'argent, subsistait le papier monnaie que les Banques devaient retirer peu à peu à raison de 250 florins contre 100 en espèces ou en billets de la Banque Nationale. Mais le nombre de ces derniers qui croissaient, perdit toute base solide, par suite des appels répétés de l'Etat au crédit [2]. Lorsque la révolution de mars éclata, il y eut un *run* sur la

1. Voir Noël, *Histoire des Banques d'émission.*

2. L'État faisait escompter et renouveler des effets à trois mois par la Banque d'une façon en quelque sorte clandestine, car ces effets figuraient au portefeuille sans distinction : 45 millions le 1er janvier 1848. En outre la Banque détenait 82 millions de dette consolidée, ensemble 127 millions. La circulation était de 219 millions, l'encaisse de 70 millions.

Banque qui réduisit son encaisse métallique en quelques jours de 70.240.000 florins à 35.023.000 florins. Le 22 mars, l'obligation de remboursement fut suspendue, le cours forcé proclamé, des billets de 1 et 2 florins émis pour remplacer la monnaie disparue. Cette situation fut plusieurs fois renouvelée, mais chaque fois un mauvais génie semblait se complaire à faire naître, au moment décisif, des circonstances politiques qui déjouaient les meilleures intentions à l'heure même où elles allaient être mises en pratique (traité de 1857 avec le Zollverein pour frapper des *vereinsthaler*, en 1867 avec la France pour la frappe de pièces de 8 florins). L'étalon d'argent et l'étalon d'or furent noyés dans les flots du papier monnaie[1].

Dans les vingt-cinq années qui suivirent, grâce au maintien de la paix et au développement économique, le crédit de la monarchie se releva et l'opinion générale fut que le moment était venu de reprendre rang parmi les nations pourvues d'une bonne monnaie. Les bases du plan de la réforme autrichienne sont bien connues : c'est l'adoption de l'étalon d'or, à la suite d'une investigation des plus complètes par une double commission d'enquête, et le vote de la loi monétaire par

1. Ainsi, peu avant la fin de l'année 1858, pour le 1er novembre de laquelle on avait annoncé le retour aux paiements en espèces, lesquels furent réellement repris un instant, le discours de nouvel an de Napoléon III donnait le signal de la guerre d'Italie. En 1866, la Banque croyait le moment venu de supprimer le cours forcé, lorsqu'éclata la guerre avec l'Allemagne.

les Parlements des deux pays. La base sur laquelle le papier monnaie en circulation dut être transformé en or fut fixée d'après la valeur de ce papier, par rapport à la quantité d'or qu'il pouvait acquérir au moment de la promulgation de la loi. Il ne fut tenu aucun compte des fluctuations ni passées ni futures ; on ne considéra que le présent : c'est ce que fit d'ailleurs l'Allemagne en 1871 et, en fait, il ne s'est pas produit une seule circonstance ayant pu justifier la plainte que quelqu'un ait subi de ce chef un dommage positif[1].

L'Autriche n'a pas eu à échanger un métal contre un autre — l'Allemagne eut à fixer le taux de la conversion de l'argent en or, — mais du papier contre du métal. L'étalon d'argent ne subsistait plus que de nom et les paiements s'effectuaient au moyen d'un florin de papier inconvertible, mais valant beaucoup plus à ce moment que s'ils avaient été frappés en argent à leur pleine valeur légale. Une poignée de florins autrichiens papier achetait plus d'or à Londres qu'une poignée de monnaie d'argent représentant le même montant nominal, si l'on ne considère que sa valeur métallique. C'est grâce à la suppression de la frappe libre, en 1879, et à la

1. M. Bamberger, le 11 novembre 1871, disait au Reichstag : « Je suis d'avis que ni des moyennes s'appliquant au passé, ni des calculs de probabilités pour l'avenir, ne doivent servir à établir la proportion dans laquelle la transition doit se faire ; le moment auquel cette transition se fait est seul déterminant ».

On consultera pour l'histoire de l'Autriche le fascicule *Inflationen* publié à l'occasion du 5e Congrès des banquiers allemands par le *Hamburger Weltwirtschafts Archiv.*

modération extrême dans les émissions de papier monnaie, que le florin papier d'Autriche vit peu à peu s'augmenter le pouvoir d'achat que lui assurait sa qualité de moyen de paiement légal pour toutes les obligations à l'égard de l'Etat et des nationaux entre eux.

Une série de lois furent votées introduisant l'étalon d'or, substituant la couronne d'une valeur de 1 fr. 05 à l'ancien florin[1], constituant un stock d'or pour que l'Etat pût rembourser à la Banque les billets d'Etat qui seraient retirés de la circulation, et le retrait en commença, des emprunts furent contractés pour se procurer l'or nécessaire — ce qui put se faire sans trop de perturbation. — L'Autriche cependant commit une faute qui aurait pu devenir dangereuse : celle de mener ensemble les conversions et la réforme monétaire.

La loi de 1892 autorisa l'Autriche à émettre du 4 0/0 jusqu'à concurrence de 183 millions florins or. On émit, en 1893 et 1895, 150 millions au pair ou au-dessus. Ces 150 millions représentaient 346 millions de couronnes, dont 125 millions en eagles et 108 millions en lingots. Il y eut encore un crédit d'emprunt de 39 millions 1/2 de florins. La Hongrie fut également pourvue.

En 1894, les deux gouvernements furent autorisés à retirer 200 millions de papier monnaie, à l'aide de 40 millions de florins en couronnes

1. Un kilogramme d'or fin = 3.280 couronnes; frais de frappe 3 0/0.

d'argent et 160 millions de florins en or, qui devaient être déposés à la Banque d'Autriche-Hongrie, celle-ci donnant en échange des billets à elle et de l'argent frappé. Cette opération substituait la Banque à l'Etat comme garantie de la circulation. En 1895, on se borna à exécuter cette partie de la réforme et à retirer près de 143 millions de papier monnaie; le retrait du surplus dut être achevé avant 1898, on devait s'entendre de même pour retirer 112 millions de papier monnaie, et l'Autriche dut régler en temps opportun les certificats des salines (dette flottante)[1].

A la fin de 1898, la Banque d'Autriche possédait en monnaie d'or.	359.400.816 florins en or.
Il existait en outre dans les caisses et offices	26.918.760 — —
Et à la Caisse centrale de Vienne . . .	59.617.720 — —
	445.917.396 florins en or.

A dater du 1er janvier 1900, les comptes en Autriche-Hongrie durent être tenus en couronnes et hellers.

L'essence même de la réforme autrichienne fut

1. En septembre 1895, l'encaisse or de la monarchie était évalué à 562 millions, dont 320 millions à la Banque, 50 millions en circulation, le reste dans les caisses de l'État; la circulation fiduciaire de la Banque était de 624 millions.

de donner de la stabilité à la valeur du signe monétaire plutôt que de mettre en réalité l'or en circulation et d'en saturer les canaux de la circulation intérieure comme on l'a fait en Russie. La défense de la parité du change fut expressément imposée à la Banque d'Autriche-Hongrie par la loi du 8 août 1911. L'obligation en fut stipulée dans les statuts. La Banque entretint un portefeuille sur l'étranger à cet effet. Elle ne donnait de l'or que pour régler le solde du doit et avoir international, quand il était passif. Cette intervention sur le marché du change, dans un but déterminé, cette anxiété à ne pas dégarnir l'encaisse ne sont pas une preuve de force financière ni de confiance. La longue habitude de se contenter de papier monnaie n'exigeait pas en Autriche-Hongrie une circulation métallique sérieuse. A la fin de 1911, la Banque constata que sur 2.193 millions couronnes d'or mis en circulation, il en était rentré 1.939 millions et que 254 millions seulement étaient restés dans la circulation. Tant qu'il n'y eut pas d'événements extraordinaires, le change autrichien se maintint aux environs du pair.

Excepté la Russie, livrée au communisme, aucun pays n'a été éprouvé par la désorganisation et l'effondrement de tout système monétaire comme l'Autriche-Hongrie.

CHAPITRE VI

Russie

Relation étroite entre l'assainissement de la circulation monétaire et le rétablissement de l'ordre dans les finances. Histoire du papier monnaie de Catherine II à Nicolas I[er]. Remplacement des assignats par les billets de crédit. Phénomène de l'*agio vulgaire*. Rétablissement du rouble au pair. Guerre de Crimée Cours forcé. Tentative de reprise des paiements en 1862. Guerre d'Orient en 1877. Oukase du 1[er] janvier 1881. Politique tendant à la reprise des payements sur la base de l'étalon d'or. Réforme de Witte 1897-1899 Circulation effective de l'or. Maintien des payements en espèces pendant la guerre du Japon.

La relation étroite entre l'assainissement de la circulation, l'abolition du cours forcé d'une part et le rétablissement de l'ordre dans les finances

publiques de l'autre éclate dans l'histoire de la Russie[1]. Au XIX[e] siècle, les ministres des Finances ont toujours eu en vue le retour à la bonne monnaie. Endettée à l'étranger, la Russie souffrait *financièrement* de l'insécurité apportée dans ses budgets par les oscillations du change, qui empêchaient également l'emploi temporaire des capitaux étrangers en Russie. La réforme monétaire fut faite en dépit de ceux qui proclamaient que le change défavorable était une prime à l'exportation, en dépit du chant des sirènes du bimétallisme international, MM. Balfour et Arendt, pour ne citer que deux noms. Ce qui vaut la peine d'être retenu, c'est qu'en 1881, lorsque M. Abasa fixa le programme du remboursement de la dette de l'Etat à la Banque de Russie par huit versements égaux, il considéra que l'amortissement et l'incinération de 50 millions R. de billets étaient les conditions préliminaires de la réforme.

Comme l'Autriche, la Russie est arrivée à l'étalon d'or en sortant d'un papier-monnaie fondé sur l'étalon d'argent.

La Russie a été au XVIII[e] et au XIX[e] siècle pendant 130 ans au régime du papier monnaie : assignats 1768-1843, roubles crédit 1843-1897. Dès l'apparition du papier monnaie, les inconvénients en ont été

1. Voir la collection du *Marché financier* par Arthur Raffalovich, 29 volumes 1891-1919. Du même, les méthodes employées par les États au XIX[e] siècle pour revenir à la bonne monnaie. *Rapport au Congrès des Valeurs mobilières en 1900*, Paris.

ressentis. Durant la première période, on rencontre plus de palliatifs que de tentatives raisonnées d'une guérison radicale; dans la seconde, le problème fut mieux compris. On se mit à en préparer la solution dès 1881.

En 1768, l'impératrice Catherine II ordonna de créer deux banques chargées d'émettre du papier monnaie appelé assignats, afin de faciliter les transactions, les transferts de capitaux, la monnaie d'argent et de cuivre se prêtant mal au transport, et d'augmenter la quantité de signes monétaires. Au début, couvert rouble pour rouble par le fonds métallique, l'assignat n'eut pas force libératoire. En 1786, il en circulait seulement pour 46 millions. La population les avait accueillis avec méfiance. L'assignat fit perte dès les premières années. En 1771, pour combattre les fluctuations, l'Etat acheta des remises sur l'étranger et voulut limiter les émissions. Après avoir été très attentif aux variations, après les avoir considérées comme un mal, le gouvernement s'y accoutuma. En 1790, il y a 100 millions en circulation, en 1793 on étudie le retrait du papier-monnaie; on considère les assignats pour la première fois comme constituant une dette de l'Etat à l'endroit des banques émettrices. Sous le règne de Paul (1796-1801), le montant en atteint 200 millions, avec une dépréciation de 25 à 33 0/0. Pendant les guerres napoléoniennes, l'émission grandit, 319 millions en 1806, 377 en 1810. Speransky proposa, lorsque l'assignat perdait 4/5 de sa valeur, d'en retirer la moitié par

le produit de la vente des domaines, d'emprunts, pour revenir au pair. Ce plan fut annihilé par le mauvais état des finances. Le 20 juin 1810, un manifeste impérial introduisit le monométallisme argent, le rouble argent de 4 *zolotniks* 21 *doli* comme unité monétaire. L'assignat fut doté du pouvoir libératoire absolu, 9 avril 1812. Il ne valait que 23 kop. en argent. Les payements entre le Trésor et les particuliers durent être faits en assignats, les impôts payés en assignats. Entre particuliers, le cours du change conservait sa force. La monnaie de métal ne disparut pas malgré la guerre que lui fit l'Etat. En 1817, la circulation était de 835 millions. De 1817 à 1821, Gouriew retira 240 millions (28 3/4 0/0) et releva le cours de 12 0/0. Il projeta d'échanger, à un cours fixe, les assignats contre des billets garantis par un fonds métallique.

Il circulait en Russie à côté du papier déprécié, la monnaie métallique, à titre de monnaie de commerce. Il s'établit, afin de sortir de l'insécurité résultant des variations perpétuelles des prix, l'*agio vulgaire*. Le prix de toutes les marchandises fut fixé en assignats et en roubles argent, au cours fictif de 1 R. argent = 4 R. assignats.

Lors du payement, l'acheteur recevait — conformément au cours du change et suivant qu'il voulait payer en assignats ou en roubles argent — un rabais du prix fixé, ou au contraire il devait payer une augmentation. Par exemple, le prix d'un objet était fixé à 100 roubles assignats = 25 roubles argent, tandis que le cours du change était 251 9/16

roubles assignats = 100 roubles. L'acheteur, s'il donnait 25 roubles argent, devait payer 1 2/3 rouble argent de plus; s'il donnait 100 roubles assignats, il recevait un rabais de 6 1/4 roubles assignats.

En 1824, avec 600 millions de roubles en circulation, l'assignat ne valait que 26 kopecks. Sous l'administration de Cancrine, ministre des finances de l'empereur Nicolas Ier, les finances publiques s'améliorent, les métaux précieux reviennent en Russie. Cancrine commença par vouloir lutter d'une façon autoritaire contre ce qu'il considérait comme le fait du mauvais vouloir de la population, la persistance de la circulation métallique et l'agio vulgaire. Il ne vit pas d'abord la connexion entre ces phénomènes et le désordre monétaire lui-même. Il lui arriva de constater que la population ne voulait payer qu'en métal, au cours, et peu à peu il dut se résigner à autoriser les caisses publiques à recevoir du métal; en 1830, le Trésor accepta enfin le métal à raison de 100 roubles argent = 360 assignats; 100 roubles or = 365 roubles assignats. On essayait en vain de réprimer l'agio vulgaire.

L'éducation de Cancrine fut longue à faire : en 1837, il représentait encore l'agio vulgaire comme l'effet de la fraude et de l'ignorance, non pas d'un mauvais état de la circulation. Il proposa d'instituer une caisse de dépôt qui aurait émis des billets contre le numéraire déposé par les particuliers désireux de s'épargner les difficultés du transport. Le projet fut jugé insuffisant et écarté. Les dépar-

tements réunis du conseil de l'empire élaborèrent le projet suivant : 1° rétablir en Russie le monométallisme argent, autoriser le Trésor à faire et à accepter tous les paiements en numéraire, établir les comptes du Trésor et les cours de la bourse sur la base du rouble argent ; 2° laisser libre le cours de la monnaie d'or ; 3° fixer le cours des assignats — à cause d'une divergence d'avis dans le conseil, l'empereur fixa lui-même le cours de 350 assignats 100 kopecks argent, — laisser seulement les assignats comme monnaie auxiliaire et les échanger contre du numéraire jusqu'à concurrence de 100 roubles à une seule personne ; 4° instituer une caisse de dépôts et échanger à partir du 1er janvier 1841 au plus tard, les assignats contre les billets de dépôt.

L'empereur Nicolas Ier élabora le projet différent de celui de Cancrine et dont la minute existe de sa main :

L'échange des trois signes monétaires — assignats, billets de dépôt et billets de crédit émis par les banques de dépôts — contre les billets de crédit devait être fini en cinq ans. Le Trésor devait fournir 6 millions en métal. En dehors du fonds d'échange équivalent à un sixième de la circulation, il devait être établi un fonds de réserve contenant 5/6 de l'argent qui servait comme garantie aux billets de dépôt échangés contre les billets de crédit et 5/6 du numéraire apporté par des personnes privées (Manifeste du 1er juin 1843).

595 millions d'assignats furent échangés contre

170 millions roubles crédit garantis par le domaine public et un fonds métallique de 70 millions. En 1841 fut créé le rouble argent, institué déjà une première fois en 1810. La loi de 1885 réglant les conditions de la frappe déclare le rouble argent, divisé en 100 kopecks, unité monétaire.

A la veille de la guerre de Crimée, les opérations d'échange étaient terminées. Contre 311 millions R. billets de crédit, il y avait un fonds d'échange de 146 millions R. et 85 millions d'or et d'argent déposés par des particuliers. La guerre de Crimée éclate; des émissions dites temporaires ont lieu. Jusqu'en 1857, l'émission augmente de 424 millions. Le remboursement des billets est suspendu. Le change dont le pair est de 4 francs oscille entre 3,38 et 3,71. Il remonte même à 3,92. Après la paix, la crise éclate. Le Gouvernement, au lieu de retirer des billets, puise dans la caisse pour soutenir le change, la réduisant à 110 millions. Le commerce est stimulé par l'abondance de la circulation, les prix haussent, on aboutit à la crise inévitable. Malgré l'incinération de 60 millions R. en 1858 le change baisse, il est aux environs de 274.

On veut améliorer la circulation : en 1861, on crée la Banque de l'État avec une réserve de 86 millions R. en métal contre une circulation de 714 millions. On projette de retirer 500 millions R. au moyen d'un emprunt et de la vente de domaines et de garantir par une encaisse de 33 1/3 les billets restant. On n'émettrait plus

que des billets garantis par un portefeuille solide ou du métal. On reprendrait les paiements en espèces suivant une échelle décroissante. Le Gouvernement contracta un emprunt 5 0/0 de 15 millions £ à 91 1/4. A partir du 1er mai 1862, le Trésor devait donner du métal contre des billets de crédit à un taux décroissant pour arriver le 1er janvier 1864 à 5 R. 15 par demi impériale. Les billets reçus devaient être détruits. Lorsque l'opération commença, la Banque avait 79 millions R. en métal. Au début les retraits n'eurent pas grande importance : les banquiers apportèrent de l'or, prirent du papier. Peu à peu les retraits d'or augmentèrent. La révolte de Pologne et de mauvaises récoltes aggravèrent la situation. Du 1er janvier au 31 juillet 1863, 45 millions furent retirés. La Banque cessa de payer en or, continua de donner de l'argent, de vendre des traites sur l'étranger. Le 1er novembre le rouble est à 3 fr. 97, le 19 après l'interruption de l'échange à 3 fr. 50. Le Trésor était grevé d'une dette de 15 millions £. 70 millions R. avaient été dépensés en pure perte. L'émission fiduciaire avait été réduite de 713 à 636 millions R.

En 1875, grâce à l'amélioration des finances et à l'activité du commerce. le rouble oscille entre 3 fr. 20 et 3 fr. 50. En 1876, les menaces de guerre amènent un nouveau recours au papier monnaie par crainte que des impôts ne rendent la guerre impopulaire. Le ministre des finances qui a réclamé des taxes nouvelles, n'obtient que de faire payer

les droits de douane en or. La guerre contre la Turquie fait émettre 500 millions R. de billets. L'oukase du 1er janvier 1881 prescrit l'amortissement de la dette de 417 millions envers la Banque de l'État, la destruction des billets en tenant compte des besoins de la circulation, la suppression des émissions arbitrairement faites. La circulation fiduciaire s'élève à 1.133 millions y compris les 417 millions R. le fonds d'échange à 170 millions R. en or [1].

M. Bunge, en 1883, a indiqué très nettement les conditions du problème monétaire : « les fluctuations du cours du change et l'absence de monnaie métallique dans la circulation à l'intérieur sont un défaut sensible de l'économie de notre pays, mais la fermeté du cours et l'amélioration du change ne peuvent être obtenues que graduellement par une série de mesures contribuant à l'affermissement du crédit de l'État à l'intérieur et à l'extérieur, par des excédents de recettes pendant de longues années. »

De 1882 à 1888, le cours du rouble oscilla entre 277 et 198 fr. Les soubresauts fréquents du change avaient des effets désastreux pour l'industrie et le commerce. Les hommes d'État les plus considérables de la Russie se préoccupèrent de la question et des moyens d'y porter remède. La baisse du cours, la stérilité de tentatives antérieures

1. Sur les 417 millions, 87 millions furent détruits, 243 millions versés à la Banque par l'État qui remit 173 millions R. en titres dont une partie fut vendue à l'étranger.

détruisirent peu à peu la foi dans la possibilité de relever le rouble à la parité du rouble métallique, tel qu'il existait en 1853 ; tous les ministres des finances espérèrent sauver seulement la partie du rouble qui avait encore conservé sa force : ils se donnèrent pour but de stabiliser le rouble en l'échangeant contre des espèces, à un change voisin des cours actuels.

Si l'on comparait les prix russes en copecks or et en copecks crédit avec ceux de l'étranger, on vit que les prix exprimés en copecks crédit ont fait toujours des écarts imprévus et, par suite, causé un trouble constant dans les relations économiques du pays quand le change était instable. Au contraire, pendant les périodes de stabilité, le mouvement des prix exprimés en roubles or fut parallèle à celui exprimé en roubles crédit.

De 1854 à 1875, le rouble qui est encore aux environs du pair en 1857, et y remonte en 1863, oscille entre 12 et 20 0/0 de perte, après 1875, autour de 33 0/0, sauf de 1877 à 1880 où il perd jusqu'à 40 et 45 0/0. Il remonte en 1890 et acquiert une stabilité de plus en plus grande.

Les ministres des finances, Bunge, Wischnegradsky, Witte préparent les moyens de rétablir la circulation métallique. En 1887, le Comité des finances en réponse à la question de savoir s'il fallait relever le rouble au pair et l'y maintenir ou chercher à en stabiliser la valeur en l'échangeant contre espèces à un change voisin du cours actuel, s'était prononcé en faveur du second système,

sur le pied de 1 R. 50 = 1 R. or. Cette décision fut approuvée par l'Empereur Alexandre III.

Les dix ans qui suivirent furent consacrés à préparer la réforme monétaire en mettant fin aux déficits budgétaires, en constituant un stock d'or considérable, en acclimatant les transactions en or, en consolidant le change.

Wischnegradsky et son successeur Witte réussirent à accumuler un stock d'or considérable, provenant : de la production aurifère, 248 millions R. de 1888 à 1895 ; des recettes douanières perçues en or, 844 millions ; et du solde d'emprunts étrangers 76 millions R. [1].

Au 1er avril 1897, pour 1.083 millions R. le fonds d'échange était de 500 millions R. (750 millions R. nouveaux) auxquels s'ajoutaient les autres ressources métalliques, dépassant de 130 millions R. le chiffre des billets.

La bourse de Berlin était, par ses opérations à découvert, un facteur de perturbation. M. Witte, avec son énergie, intervint sur le marché, infligea une défaite éclatante aux baissiers en octobre 1894

1. De 1887 à 1895, la valeur des exportations russes fut de 14.292 millions francs, celles des importations de 9.664 millions, soit un écart de 4 milliards de francs. De 1887 à 1895, la Russie a importé 359 millions R. or (1.436 millions francs), exporté 104 millions R. (416 millions francs). M. Pierre des Essars, dans une communication à la Société de Statistiques de Paris en 1890 constata que l'or nécessaire à la réforme monétaire n'avait pas été puisé au moyen d'emprunts. Il était venu spontanément. Au moment des grands emprunts qui étaient d'ailleurs des conversions, on n'avait remarqué aucune tension, aucun drainage intensif d'or par la Russie.

écart des cours en 1890, 19 0/0, en 1891 28 0/0, 9 1/2 en 1892, 0.54 0/0 en 1895. Des dispositions furent prises pour assurer une contrepartie en Russie aux offres et aux demandes de traites sur l'étranger. Le 6 août 1895, M. Witte exposa son programme : d'abord accoutumer le public à l'usage de la monnaie métallique, après cela, fixer définitivement la valeur du rouble billet. Durant la période de transition, or et papier circuleraient parallèlement. « Le papier monnaie manque d'élasticité. Dans les pays à bonne circulation, avec l'activité des affaires et le renchérissement du loyer des capitaux, l'or ou des ouvertures de crédit viennent de l'étranger grossir les ressources disponibles. »

Des décrets rendus en 1895 autorisèrent le public à contracter valablement des engagements libellés en or, à effectuer en monnaies d'or tous paiements et versements aux caisses publiques sur le pied de 1 R. or = 1 R. 50. Une partie de la dette sans intérêt du Trésor à la Banque fut remboursée en or sur le produit d'un emprunt 3 0/0 contracté à Paris. Les caisses publiques et la banque firent entrer l'or dans la circulation en 1896. Un tarif fut établi pour l'achat de monnaies d'or étrangères, dont il fut importé en dix mois pour 65 millions.

Le décret impérial d'août 1896 fixa jusqu'au 1er janvier 1898 le cours du rouble à 1 R. 50 = 1 R. or. M. Witte proposa au Conseil d'Empire d'autoriser la frappe de pièces de 10 R. afin de substituer

au régime du papier monnaie fondé sur l'argent le monométallisme or, en laissant intacts tous les comptes tant à l'intérieur du pays que dans les rapports internationaux. Il s'agissait de donner au rouble la parité de 2 fr. 66, de 25 pence 1/3, de 24.16 cents. La discussion fut vive au Conseil; les adversaires, usèrent d'arguments contradictoires, en partie empruntés aux bimétallistes qui voyaient à regret la Russie s'engager définitivement et qui avaient fait remettre des mémoires conjurant l'Empereur Nicolas de renoncer à la réforme. Afin d'aboutir, le 3/15 janvier 1897, l'Empereur décréta la frappe de pièces de R. 15 et 7.50 (égales à 20 et 40 francs). Le principe de la réforme étant acquis, l'opposition se soumit.

L'oukase du 29 août 1897 établit de nouveaux principes pour les émissions de billets de la Banque de Russie : « Les billets de crédit sont émis, sous garantie d'or, par la Banque de l'État dans la mesure strictement limitée pour les besoins urgents du marché monétaire; le montant en or servant de garantie aux billets de crédit doit équivaloir à la moitié du montant des billets mis en circulation si ce montant ne dépasse pas 600 millions de roubles. L'excédent des billets en circulation, au-dessus de 600 millions de roubles, doit être garanti par de l'or, à raison d'au moins un rouble par rouble. » L'oukase du 14 novembre 1897 prescrivit la frappe et la mise en circulation, outre les impériales et les demi-impériales, d'une pièce d'or de la valeur de cinq roubles ou d'un tiers

d'impériales (5 R = 13 fr. 34) et pesant 3 grammes 871 milligrammes de fin.

Le billet émis par la Banque de Russie porta l'indication de sa valeur et l'inscription suivante : « La Banque de Russie rembourse les billets de crédit en monnaie d'or sans limitation de sommes ; l'échange des billets de crédit de l'État contre de la monnaie est garanti par toutes les ressources de l'État ; les billets de crédit de l'État circulent dans tout l'Empire au pair de la monnaie d'or. » Toute mention du métal argent fut supprimée sur le libellé des billets de crédit ; l'argent était réduit au rôle de monnaie auxiliaire. L'oukase du 27 mars 1898 fixa le total des monnaies d'argent de haut et de bas titre devant circuler dans l'Empire, ce total ne devant pas excéder un nombre de roubles triple de celui de la population entière de la Russie. Le maximum de monnaie d'argent de haut titre (1 rouble, 50 et 25 kop.) que les particuliers étaient tenus de recevoir pour chaque paiement ne devait pas être supérieur à 25 roubles ; aucune limite de cette nature n'est prescrite pour les paiements envers l'Etat à l'exception des paiements des droits de douanes, où elle est fixée à cinq roubles au plus.

Les diverses prescriptions législatives furent codifiées dans la loi monétaire du 7 juin 1899, dont l'article 3 déclara que le système monétaire de l'Empire est le rouble contenant 17 dolis 424 d'or fin (gr. 0.774 = 2 fr. 666). En 1899 les statuts de la Banque de Russie furent soumis à une revision au point de vue de la circulation financière.

En 1892, il avait été émis 1.138 millions R. de billets, il ne circulait pas d'or.

En 1897, il y avait 1.315 millions R. or à la Banque et chez ses correspondants, 155 millions en circulation, 63 millions R. argent à la Banque, 100 en circulation, 930 millions R. de billets en circulation.

En 1899, la circulation d'or était de 639 millions, celle d'argent de 164 millions, la quantité de billets avait été ramenée à 517 millions.

En 1913, l'encaisse or de la Banque était de 1.430 millions R. avec 628 millions R. en circulation.

La guerre du Japon, les troubles intérieurs mirent à l'épreuve le nouveau système monétaire en 1904, 1905. M. Kokovtzeff tint à éviter le cours forcé. Il préféra des emprunts coûteux. Cette politique facilita la restauration des finances russes à partir de 1908.

La tourmente de 1914 eut d'autres dimensions, la Russie subit le sort commun. Le bolchevisme en fit un désastre.

CHAPITRE VII

Grèce

Le système Valaoritis en Grèce

Palliatif imaginé par M. Valaoritis gouverneur de la Banque de Grèce pour donner de l'élasticité à une circulation fondée sur l'or et les devises étrangères, à côté de billets à cours forcé. Système du *Gold Standard Exchange* que bouleversent les événements de la guerre.

Le procédé hellénique, auquel on a attaché le nom du regretté gouverneur de la Banque nationale de Grèce, ne diffère pas du *Gold Exchange Standard;* il laisse circuler à l'intérieur du pays billets ou monnaie blanche, il effectue les paiements à l'étranger avec des avoirs en banque, des espèces déposées à l'étranger et complète le ravitaillement en devises fournies par les exportations, les

bénéfices du frêt, les remises des émigrants. Le malheur de ce système habilement combiné, est de ne pas être à l'abri des intempéries économiques, des bouleversements dans le prix des métaux précieux, de la désorganisation qui résultent d'une guerre prolongée. Indes britanniques, Autriche-Hongrie nous ont montré la futilité des systèmes construits de la sorte.

En Grèce, le mécanisme établi par la loi de 1910 n'a pas résisté. Si le change grec se maintint relativement mieux, cela tint aux avances faites, aux ouvertures de crédit à l'étranger ou aux fournitures, dont le remboursement avait été ajourné.

Jusqu'à l'institution du contrôle international après la guerre malheureuse contre la Turquie, après la faillite, après l'octroi d'un emprunt garanti en 1898, les finances helléniques furent dans un état pitoyable. On vécut d'expédients, d'émission de billets. Si en 1876, le change était au pair, il était à 132 en 1886, à 157 en 1892, à 190 en 1895. Il redescendit à 100 en 1909. Le cours forcé avait été réintroduit en 1883.

Le contrôle financier international qui assurait le concordat avec les créanciers, limita strictement l'émission des billets de l'Etat et des banques, imposa le retrait des billets.

On éprouva alors les inconvénients d'une absence d'élasticité dans la circulation : celle-ci fut de 138 millions drachmes en 1892, 146 en 1901, 133 en 1909, alors que le mouvement économique se développait. Grâce à une meilleure gestion

financière, aux remises des émigrants, aux bénéfices de la Marine marchande, le change était redevenu stable au pair. Afin de suppléer à l'absence des billets, tout en maintenant les dispositions concernant les billets de l'Etat, on glissa dans une loi d'emprunt où il était question de la suppression du cours forcé, une disposition permettant à la Banque Nationale de Grèce d'émettre pour son propre compte des billets dépassant les montants autorisés. L'objet de cette émission complémentaire était d'acheter de l'or avec le produit des effets sur l'étranger acquis par la Banque Nationale : celle-ci moyennant une légère commission, dut vendre de l'or et du change au pair. La première émission autorisée fut de 10 millions drachmes. Treize décrets en ont successivement augmenté le chiffre. C'était une juxtaposition de billets couverts en or ou en change, présentant les qualités d'élasticité et d'origine commerciale. Malheureusement cette formule fut utilisée pour assurer la couverture légale aux billets émis pour les besoins du Trésor et gagés sur les avances des alliés[1].

C'est là un système profondément artificiel, qui est loin de présenter les avantages que des fanatiques ont cru découvrir.

Les billets instaurés par Valaoritis répondaient à un objet précis et limité.

1. Il y eut même une émission de 70 millions drachmes, gagés sur un crédit équivalent en mark ouvert à Berlin dans les livres de la maison Bleichroeder.

Sous l'influence de la guerre, but et raison d'être en ont été modifiés et faussés.

Sous l'application commerciale du système, les billets rentraient quand on avait besoin de change, ils sortaient quand on avait à en vendre.

Tandis que le chiffre des billets d'Etat décroissait lentement aux environs de 60 millions, celui des billets des Banques s'élevait à 37 millions en 1914; les billets de la loi de 1910 ont progressé de 21 en 1910 à 153 en 1914. Il y avait une couverture en or et en dépôts de titres, en crédits de banque à l'étranger.

Grâce au fonctionnement de ce système, la Grèce traversa sans dommage apparent la période troublée des guerres balkaniques.

En 1914, la Banque Nationale transforma en dollars la majeure partie de ses avoirs étrangers, ce qui fut une excellente opération. L'exportation d'or fut interdite après l'explosion de la guerre. Elle incorpora à sa réserve métallique l'or libre et le remplaça par du change sur l'étranger : accroc à la loi de 1910. On suspendit la faculté de faire des transactions en or, on immobilisa l'or dans les caisses des maisons et institutions de banque. Monnaie blanche et billon disparurent. On émit des petites coupures de 5, 2 et 1 drachmes en les couvrant par du change sur Londres. Le change grec fit prime sur le change allié. Le secret s'en trouve uniquement dans les opérations de Trésorerie avec les alliés. Mais il vint un moment où le tableau changea.

La circulation des billets atteignit 1.304 millions en 1918, dont 1.170 pour compte de la loi de 1910 amendée en 1918. 713 furent émis pour les besoins de l'Etat. De fin 1913 à avril 1921, l'émission a progressé de 293 à 1559 millions drachmes, les avances à l'Etat sont de 1261 millions. La livre sterling vaut 66 drachmes en 1921 au lieu de 33 en 1920 et de 25.20 pendant la guerre. L'action de la Banque Nationale de 1.000 drachmes est au-dessus de 7.000 drachmes,

On ne saurait contester que la Grèce ne souffre de l'inflation[1].

1. Voir pour le mécanisme de la loi de 1910, les trois volumes de M. Damiris sur le *Système Monétaire grec et le change*, chez Giard. et nos deux articles de la *Situation économique* du 6 et 13 novembre 1920.

CHAPITRE VIII

Amérique du Sud

Chili. — Cours forcé introduit pendant la guerre contre l'Espagne. Tentatives réitérées pour en sortir. — *République Argentine.* — Abus du papier monnaie. Dévalorisation en 1882. Maintien de la parité jusqu'en 1885. Spéculation. Révolution. Crise de 1898-1899. Réforme ayant pour objet d'arrêter l'amélioration éventuelle de la piastre. Caisse de conversion. — *Brésil.* — Mêmes phénomènes [1].

Au Chili, le cours forcé, la non convertibilité du billet fut introduit pendant la guerre contre l'Espagne 1865-1869. Sous l'influence de Courcelle Seneuil, il n'y avait pas de banque privilégiée. Toute banque avait le droit d'émettre des billets dont le

1. Voir le *Papier Monnaie* par Subercaseaux, professeur à l'Université du Chili, chez Giard, Paris 1920.

total ne devait pas dépasser 1 fois et demie le capital versé. La guerre contre l'Espagne terminée, la conversion des billets fut reprise sans encombre. Le régime monétaire était le bimétallisme avec un rapport fixe de 1 à 16 entre l'or et l'argent. En 1878, l'or avait disparu. En 1878, le Chili subit le contre-coup d'une crise européenne. La situation des finances publiques était detestable. L'Etat emprunta aux banques qui reçurent en échange le pouvoir libératoire pour leurs billets à raison de 4 fois le montant souscrit par elles et qui demeura déposé au Trésor en garantie des billets (système inspiré des banques nationales des Etats-Unis). Le public retira ses dépôts, l'encaisse s'épuisa. Dans une session extraordinaire, tenue en secret la nuit du 22 juillet 1878, le Congrès autorisa de suspendre le remboursement des billets. Le cours forcé, accordé à 10 millions piastres émis par neuf banques souscriptrices de l'emprunt de 2 millions et demi piastres fut limité à un an; les banques devaient payer à l'Etat 4 0/0 et déposer des titres. Dès septembre 1878, la loi fut modifiée, l'émission portée à 15 millions, distribués entre les banques.

En 1879 éclata la guerre avec le Pérou et la Bolivie qui dura jusqu'en 1884. Elle valut au Chili la création de papier monnaie de l'Etat qui circula à coté des billets des banques. En 1881, il y avait 28 millions piastres de billets de l'Etat, 15 des banques. Le change sur Londres, dont le pair était de 44 pence, tomba à 42 en 1877, à 39 en 1878, à 31 en 1880, en 1885 à 26, en 1886 à 2[illegible].

Les inconvénients de l'inflation, résultats du cours forcé et des émissions de billets, se faisant sentir au Chili, on voulut revenir à la circulation en espèces argent, en réduisant la quantité de billets à 18 millions piastres. On décida de former un fonds de conversion en argent. La guerre civile de 1891 empêcha de l'exécuter. La quantité de papier monnaie progressa de 21 millions en 1890 à 42 en 1891, celle des billets de banque de 18 à 20 millions. Il circulait simultanément les deux espèces, toutes deux inconvertibles ; après la chute de Balmaceda, on décide d'adopter l'étalon d'or, de réduire la circulation totale de 62 millions à 45 millions. Mais cette restriction du signe monétaire provoqua des résistances, qui partaient des agriculteurs et des exportateurs, hostiles à l'amélioration du change. Sous le régime de l'augmentation des émissions, les prix des terres et des maisons, l'endettement des particuliers avaient augmenté ainsi que les cours à la bourse.

En 1892, on promulgua une loi créant une nouvelle unité monétaire or, valant 24 pence. Un emprunt de 1.200.000 £ permettrait de retirer en 1893, 10 millions piastres en billets qui seraient incinérés. Il y eut en même temps une restriction de la circulation des billets des banques de 19 à 14 millions en 1892. Les effets de la contraction monétaire, seule issue rationnelle, s'étant fait sentir désagréablement, gouvernement et congrès modifièrent leur politique, suspendirent l'incinération des billets, autorisèrent les banques à mettre

en circulation les bons reçus du Trésor contre les prêts faits à celui-ci et dont on créa des coupures de 100 piastres. Le change sur Londres qui était encore à 17 pence à la fin de 1892, au moment où la loi fixait à 24 pence la valeur de l'unité monétaire or, tomba à 15 pence en 1893, à 11 pence en 1894. De 1895 à 1897 on frappa 38 millions piastres or, 8 millions argent.

En 1895, on avait de nouveau modifié la valeur de l'unité monétaire, l'abaissant de 24 à 18 pence, prescrit le remboursement des billets de l'Etat, chargé l'Etat de convertir les billets des banques qui devaient déposer en garantie des fonds publics. L'Etat se procura 79 millions, retira 44 millions dont 26 millions de bons fiscaux, 9 millions de bons du Trésor, 9 de billets des banques, réduisant la circulation de 44 à 15 millions, dont 12 étaient des billets des banques. Ces 79 millions provenaient d'un emprunt en Europe, de ventes de gisements de nitrate, d'une partie des droits de douane, d'escompte d'obligations de compagnies nitratières. Il resta un solde de 17 millions piastres qu'on voulait employer en travaux publics. La situation semblait se consolider. La crainte d'un conflit avec l'Argentine (1898) vint tout compromettre. Les banques, assiégées par les porteurs de billets et les déposants, invoquèrent l'aide du gouvernement, qui les autorisa à fermer leurs portes, transforma leurs billets en billets de l'Etat pourvus du cours forcé. Il leur en laissa la disposition moyennant 2 0/0 l'an. Le Congrès autorisa en outre l'émission

de 50 autres millions de piastres. Les conséquences furent celles qu'on pouvait attendre : l'or sortit du Chili (9.902.000 piastres en 1898), les gens apeurés exportèrent des capitaux, thésaurisèrent des billets, dont il fallut augmenter la quantité de 100 millions de 1904 à 1907. Il y eut une hausse générale des prix, une spéculation qui se porta sur tout. Les finances publiques, alimentées par les émissions, périclitèrent. En vue de revenir un jour à la reprise des paiements, on créa un fonds de conversion, qui devait recevoir les droits de douane à l'entrée et à la sortie soit en or soit en devises.

Toute la réforme de 1895 se trouva perdue. Le change tomba de 15 pence en 1898, alors qu'on entrevoyait la reprise des paiements à 18 pence, à 9 5/8 en 1903, même à 7 11/16 pour remonter à 10 1/2 en 1911. Le Chili passa par une série de crises et de prospérité factice, ruineuse pour le pays et pour les négociants européens.

A la suite de la crise de 1911-1912, une loi du 12 mai 1912, en vue d'améliorer la situation, de donner une élasticité relative à la circulation, autorisa de fournir aux banques des billets contre dépôt d'or à raison de 1 piastre papier pour 12 pence. On avait essayé en 1907 d'introduire cette faculté à raison de 18, quand le change était à 10 pence. La loi de 1912 fournit au déposant d'or la faculté de reprendre le métal contre remise de billets. Il était prévu que si le change haussait au-dessus de 12 pence, la quantité d'or à déposer contre billets pourrait être augmentée,

Le Chili dépend, pour ses finances surtout, de l'exportation des nitrates. L'explosion de la guerre jeta la perturbation. Puis, malgré la perte du débouché et les difficultés de transport, le Chili profita de la demande universelle à des prix inconnus. La piastre qui en 1913 valait 9 11/16, 8 3/16 en 1915, remonta à 13 en 1917, à 17 11/32 (presque au pair) en juin 1918. Avec la fin de la guerre, on retomba à 8 7/8 et l'on remonta à 12 3/16.

On a proposé la création d'une Banque gouvernementale pour régulariser le change. La Banque du Chili, formée par la fusion du Banco Nacional, du Banco Valparaiso, du Banco Agricola en 1903, est la plus importante au capital de 120 millions, dont 60 millions versés.

Pendant la crise de 1914-15, le gouvernement émit des billets contre dépôt de titres hypothécaires au Chili, d'or à Londres et New-York. En outre contre obligation de rembourser sur le produit des exportations, il avança des billets aux compagnies nitratières.

République Argentine. — Les Etats sud-américains ont tous, par des guerres étrangères et civiles, traversé des périodes de finances endommagées, d'émissions de papier monnaie, qui ont pesé sur eux, alors que le développement de leurs ressources, sans cet héritage déplorable, leur eût permis de jouir des avantages d'une bonne et saine monnaie. Tous ont subi les effets funestes de l'inflation. Tous ont considéré que, soit les oscillations soit la baisse du change étaient un facteur

favorable à l'exportation, comme elles l'étaient à la spéculation. La considération du coût des importations et du paiement de la dette extérieure, du respect des contrats, ne fut jamais très puissante. D'ailleurs la concurrence folle des banquiers étrangers, en Argentine par exemple dans les années antérieures au Krach Baring en 1890, procurant des capitaux aux conditions existantes en Europe, grisa les Sud-Américains, qui trouvaient preneurs pour tous les titres qu'ils mettaient en circulation. L'inflation, sous toutes ses formes, avec tous ses dangers sévit. Le pouvoir politique était dans les mains de gens ignorants des notions élémentaires d'économie politique.

Sans remonter au delà de 1882, nous rappellerons qu'à cette époque, il y avait en Argentine 882 millions de piastres de papier monnaie inconvertible. Une piastre or valait 24,05 piastres papier. En 1879, elle avait valu 30 piastres papier. En 1882, une dévalorisation eut lieu. Un billet nouveau fut émis à raison de 25 pesos anciens. La parité avec l'or fut rétablie. Elle se maintint deux ans de 1883 à 1885, date où il fallut rétablir le cours forcé, alors qu'il y avait 59 millions piastres en circulation dont 28 émis par la Banque Nationale, 27 par celle de la province de Buenos-Ayres.

En 1887, les banques furent autorisées à émettre des billets, en déposant en garantie piastre pour piastre des titres or de l'Etat. Il fut émis :

1886	89 millions	154 0/0 prime de l'or
1887	94 »	136 »
1888	129 »	148 »
1889	103 »	193 »
1890	70 en billets du Trésor	207 »

En 1890, la Révolution éclate, l'édifice de la prospérité s'effondre. En 1891, la Banque hypothécaire de Buenos-Ayres ne paya plus ses coupons, les banques, envahies par les déposants, implorèrent l'assistance de l'Etat[1].

L'or fit de 242 à 346 0/0 de prime.

La circulation pour une population de 4 millions et quart d'habitants était :

1892	281 millions	avec prime 232
1893	306	» 224
1894	298	» 257
1895	296	» 244
1896	295	» 196[2]

En 1899, on procéda à une réforme inspirée par la maison de banque Ernesto Thornquist, qui était très intéressée dans le développement de l'industrie sucrière et qui redoutait les conséquences d'une amélioration du change. Le but à atteindre était de mettre un verrou dans la direction du relèvement de la valeur de la monnaie, de restreindre les retraits de papier monnaie. Un message du Président au Congrès, le 1[er] mai 1899, exposa les incon-

1. Voir le *Marché Financier* ainsi que les *Crises depuis 1889* par M. Raffalovich.

2. Le Ministre des Finances constata en 1899 que la dépréciation de la monnaie avait trouvé son expression dans les prix, les salaires. Il était hostile à l'assainissement sérieux de la monnaie.

vénients que le cours forcé, existant depuis 15 ans avait eu pour les pays; il fit valoir qu'une certaine adaptation de la vie économique avait eu lieu, qu'il fallait se garder d'y jeter la perturbation, que l'objet principal était la stabilité, non le retour du change au pair. Le change s'était amélioré en effet, mais les écarts entre le plus haut et le plus bas étaient encore de 66 points en 1896, de 41 en 1897, de 72 en 1898.

On s'arrêta au cours de 2.27 pour 1 piastre or, ce qui correspondait à 0.44 cents or = 100 cents papier. Thornquist avait suggéré le cours de 2.50.

Afin d'exécuter la réforme, un bureau d'échange, nommé caisse de conversion fut créé, doté de recettes spéciales. Cette réserve ne devait servir qu'à la conversion des billets. La conversion ne devait pas être immédiate, l'Etat ne disposant pas de ressources à cet effet. Il fallut attendre que le public, ayant besoin de billets, apportât de l'or. En 1901 lorsqu'on craignit la guerre avec le Chili, le gouvernement prit 11.6 millions pesos or qui se trouvaient à la caisse, celle-ci commença à fonctionner réellement en 1902, alors que la circulation était de 290 millions. En 1906, elle avait émis 2.334 millions piastres billets contre 1.027 millions piastres or, sur le pied de 0.44 = 1. Contre les billets anciens, on forma un fonds or qui en 1908 s'élevait à 21.5 millions piastres (de 48 pence). La Caisse, créée pour donner de la stabilité au change, fonctionna grâce au développement de la richesse nationale et de la grande exportation. Si elle n'avait

pas existé, le change serait revenu au pair ancien, ce qui eût été infiniment meilleur qu'un système artificiel. En 1913, la caisse possédait 233 millions piastres or, plus 30 millions dans le fonds d'échange de la Banque Nationale, soit 263 millions pour une circulation papier de 823 millions, valant à la parité or 362.2 millions. Pour une population de 7 millions et demi, cela faisait 48 pesos or par tête.

L'explosion de la guerre en 1914 coïncida avec un affaiblissement de prospérité dû à la mauvaise récolte. Afin de soutenir le change, la Banque Nationale fut autorisée à faire usage du fonds d'échange. La Caisse de conversion put prendre sur ses disponibilités à condition de ne pas descendre au-dessous de 40 0/0 de couverture. Les légations argentines furent autorisées à recevoir de l'or en dépôt pour compte de la Caisse de conversion qui crédita à Buenos-Ayres les déposants en piastres papier pour payer les exportations.

La guerre fut avantageuse à l'Argentine, marchande de produits agricoles. De 1914 à 1919, il entra 188 millions piastres or, y compris les sommes déposées dans les légations, la réserve s'éleva à 413 millions piastres or pour une circulation de 1.165 millions piastres papier.

Dès septembre 1916, un projet de loi fut présenté en vue d'introduire la circulation effective de l'or, de supprimer le cours forcé et de limiter les quantités de billets à émettre par la caisse de conversion. La prime sur le change argentin n'a pas entravé l'exportation. Les prix ont haussé. L'infla-

tion a fait son œuvre. L'avenir montrera si l'on a eu tort de négliger l'assainissement des finances publiques.

De 1913 à 1918, les importations ont fléchi, les exportations grandi ; l'excédent en faveur des exportations a été de 223 millions C. La dette argentine a diminué à l'étranger. En 1915, il a été emprunté 125 millions dollars 6 0/0 à 5 ans à New-York.

Un tableau analogue pourrait être fait du *Brésil* qui possède du papier monnaie depuis 1820, qui a connu le système de la Banque unique et de la pluralité des émissions, les abus du papier monnaie, les oscillations et la dépréciation du change, les effets de la mévente du café[1]. En 1906, on créa une caisse de conversion, en prenant comme type de monnaie le change moyen des dernières années qui était entre 16 et 15 pence. On s'arrêta à 15 pence. Le mécanisme était le même que dans l'Argentine. La loi laissait entrevoir le retour éventuel au pair de 27 pence, elle n'établissait pas *uma quebra do padrao* (réduction de l'étalon), mais elle instaurait temporairement la fixité du taux d'échange des billets et de l'or.

De 1906 à 1909, les dépôts d'or s'élevèrent à 242 millions milreis, les retraits à 17 millions, le solde à 225 millions. La circulation inconvertible, décrut de 664 à 628 millions. Mais ce mécanisme artificiel, dont les créateurs ont eu l'arrière-pensée

1. Le pair du milreis est 27 pence. En 1890 le milreis est à 23 pence, en 1892, il ne vaut plus que 10 pence. Il est destiné à tomber beaucoup plus bas, à 5 pence en 1898.

de comprimer sous prétexte, de fixité l'amélioration du change, est très délicat; les perturbations économiques générales et locales ont leur répercussion; les dépôts d'or s'arrêtant, les demandes de remboursement augmentent. Les caisses de conversion n'empêchent pas les oscillations dans le sens de la baisse. Ce sont des expédients et des palliatifs.

CHAPITRE IX

Conclusion de cet essai historique

Universalité des phénomènes : la mauvaise monnaie résulte généralement des besoins de l'État, qui a besoin de ressources immédiates. Trois méthodes d'assainissement : reprise des paiements, banqueroute, dévalorisation. Implacabilité des sanctions, lorsque les lois économiques sont violées.

Ne pouvant entreprendre une histoire monétaire universelle, ni retracer les altérations subies par la monnaie, l'affaiblissement comme le renforcement, nous avons dû limiter l'esquisse de ces phénomènes monétaires à un certain nombre de pays. Tous présentent la caractéristique de provoquer le déclanchement certain de sanctions économiques, un appauvrissement général et des embarras financiers. Les violations de ce qui constitue les

lois naturelles dans ce domaine, qu'il s'agisse des altérations ou des mutations de la monnaie métallique et des émissions exagérées de papier monnaie ou de billets de banque, forment un objet constant d'étude et de référence. L'origine des mesures, qui ont porté atteinte à la bonne et à la saine monnaie, se trouve dans l'insuffisance des ressources de l'État, dans la situation obérée des finances publiques.

On constatera une grande uniformité et dans les causes et dans les conséquences. L'État a eu besoin de ressources considérables et immédiates que ni l'impôt ni l'emprunt ne pouvaient lui donner à bref délai. La monnaie métallique qu'il pouvait obtenir étant insuffisante, il lui substituait un signe monétaire, sans valeur intrinsèque, qu'il dotait du pouvoir libératoire et dont il rendait l'acceptation obligatoire. S'il ne l'émettait pas lui-même, il se le faisait prêter par les banques centrales d'émission, dotées de privilèges spéciaux (monopoles).

« Les lois » d'Oresme et de Gresham jouent dans toute leur ampleur. Il s'y ajoute celle que M. White a appelée la loi d'accélération des émissions et de la dépréciation.

Trois voies s'ouvrent pour sortir du cours forcé, pour revenir à une monnaie offrant les garanties de sécurité, de stabilité, d'élasticité : la reprise des paiements en espèces ;

La banqueroute monétaire ;

La dévalorisation partielle.

Nous les verrons parcourues toutes les trois. Si à deux reprises, la France au XVIIIe siècle a pris la seconde, elle a brillamment résolu la question au XIXe, (1871-1878), de même que l'Angleterre en 1823, les États-Unis en 1879.

Si nous pouvions évoquer un souvenir personnel nous rappellerions qu'en 1896, ayant consulté sur les modalités de la réforme monétaire russe, M. George Goschen, l'auteur du livre célèbre sur les changes étrangers, le chancelier de l'Échiquier qui fit la conversion des consolidés, nous exprima très fortement l'opinion que seule, la méthode employée par l'Angleterre en 1822, par la France et les État-Unis en 1878, méritait d'être prise en considération et suivie par les États désireux de reprendre les paiements en espèces. Toute atteinte à la parité monétaire, existant avant le cours forcé et la dépréciation, lui paraissait condamnable et une compromission qui serait suivie de beaucoup d'autres.

L'étude de l'histoire monétaire justifie ceux qui pensent qu'avec plus de fermeté et de clairvoyance, on aurait pu éviter la plupart des inconvénients qu'a entraînés l'abandon de la bonne monnaie. S'il eût été impossible de se soustraire entièrement à la suspension du remboursement des billets, il aurait été loisible de le reprendre beaucoup plus tôt qu'on ne l'a fait. Quelques exemples peuvent être invoqués : au lieu de tenter l'aventure des assignats gagés sur les biens du clergé, on aurait pu adopter la proposition de Necker de recourir à

la Caisse d'Escompte du Commerce, en transformant celle-ci en banque privée qui eût émis, dans des conditions déterminées, des billets remboursables en espèces tant que celles-ci n'avaient pas disparu, chassées par le papier monnaie, ou qui eût facilité à l'État un emprunt gagé sur le revenu des biens du clergé, comme suggéra Du Pont de Nemours. Chase, lorsqu'il fit ses premiers emprunts, au lieu de laisser aux banques de New-York, de Philadelphie et de Boston l'or qu'elles avaient en caisse et qui aurait servi à gager les billets qu'elles lui auraient versés, commit la faute de disperser cet or. Les banques furent amenées à suspendre le remboursement et Chase à émettre des *greenbacks*. A une date plus rapprochée, il aurait été possible de retirer en septembre 1914 les *currency notes* émises en août pour permettre aux banques de dépôt de rembourser leurs dépôts. La guerre du Japon fut soutenue par la Russie sans que la loi monétaire fût transgressée et sans que le remboursement des billets fût suspendu.

LIVRE III

La Politique financière des principaux États depuis 1914

CHAPITRE PREMIER

Situation des principaux États en 1914

Régime de la bonne monnaie, changes stables. Politique d'Escompte. Horreur du papier monnaie. Faiblesse de certains budgets. Allemagne seule organisée en vue d'une mobilisation financière.

Au moment de l'explosion de la guerre en 1914, les principaux Etats possédaient des systèmes monétaires, donnant à leurs ressortissants et à ceux qui commerçaient avec eux, les avantages de la bonne et de la saine monnaie, fondée dans la réalité des faits sur l'étalon d'or. Les changes sur l'étranger se mouvaient autour de points fixes. Les variations de l'escompte suffisaient pour arrêter l'exode ou provoquer l'arrivée d'or à l'aide duquel

se réglait le solde du doit et avoir international. Les excédents d'importation, avec un change stable, servaient à acquitter les dettes de l'étranger. Les différents marchés financiers étaient intercommuniquants : les capitaux disponibles glissaient de l'un à l'autre suivant les écarts du taux d'intérêt. Les Etats, dont le crédit était bon, exploitaient avec modération leurs banques d'émission pour les besoins de la trésorerie. Ils n'intervenaient pas pour fixer le prix des denrées, réglementer ce qu'il était permis ou interdit d'importer, pour déterminer le taux des salaires, distribuer des allocations, stimuler la production de certains articles, limiter l'accès du marché des capitaux. Ils se contentaient de couvrir leurs dépenses à l'aide de recettes de la taxation ordinaire, d'emprunts consolidés, sans négliger cependant les facilités de la dette flottante. Ils affectaient la plus grande horreur du papier monnaie; ils prétendaient limiter les avances prises à la Banque Centrale d'émission. Tout au plus, lors des renouvellements de privilèges, en profitaient-ils pour se faire attribuer quelques avantages, qui semblent aujourd'hui bien peu de choses.

La situation financière des différents Etats n'était pas également bonne : celle de la France laissait à désirer. La formule « ni emprunts ni impôts nouveaux », n'était guère à sa place. Afin de plaire à l'esprit radical socialiste, on sacrifia l'ancien système fiscal à l'impôt personnel sur le revenu, que, par une véritable fatalité, il fallut introduire en pleine

guerre, alors que de vieux impôts réels étaient fructueux et faciles à augmenter. On trouverait dans cette condition relativement mauvaise des finances françaises un argument de plus pour prouver qu'on n'y entretenait pas des desseins agressifs pas plus qu'en Russie où en 1914 on préparait l'abandon des ressources fiscales provenant de la vente de l'alcool, dont la suppression allait creuser un trou de 700 millions R. dans les recettes publiques.

Un seul Etat avait pris des dispositions en vue de renforcer sa situation financière : c'était l'Allemagne qui avait procédé, en 1913, à un prélèvement d'un milliard marks sur la fortune des particuliers, et qui avait adopté, dans l'ordre monétaire, certaines mesures préparatoires.

En Allemagne, on n'avait pas craint depuis plusieurs années de parler de la mobilisation financière de la guerre et de préparer, dès 1912, tout un plan, calqué d'ailleurs sur ce qui s'était fait en 1848 et en 1866 en Prusse, où l'on avait créé des caisses de prêts destinées à faire des avances aux particuliers et dont les billets, imprimés bien avant la guerre et datés d'août 1914, devaient entrer à l'égal de l'or dans l'encaisse de la Banque d'Allemagne[1].

En France, il existait une convention secrète passée avec la Banque de France le 11 novembre 1911, stipulant une avance spéciale en cas de

1. Voir les *Finances de Guerre de l'Allemagne*, par Charles Rist, chap. I et II. Voir *The Currencies of the war*, par B. White, 1921.

mobilisation, renouvelant des accords de 1890, de 1896, de 1899. L'avance devait être de 2.900 millions, dont 500 millions sous forme d'ouvertures de crédit sur les succursales et les bureaux auxiliaires et dont le surplus de 2.400 millions devait être versé au Trésor au fur et à mesure de ses besoins. Un intérêt de 1 0/0 l'an était prévu pour les sommes prélevées sur cette avance.

Nous ne connaissons pas en Angleterre d'arrangement spécial entre la Banque d'Angleterre et le Trésor en prévision d'une mobilisation.

Il convient d'ajouter que la place de Paris se trouvait dans une situation assez délicate. On y avait fait des émissions turques, mexicaines, brésiliennes qui étaient mal classées. L'emprunt 3 1/2 0/0 émis avec un énorme succès d'émission[1] était en l'air. Un établissement de crédit, la Société Générale, auquel on était déjà venu en aide une première fois, se trouva au moment de l'explosion de la crise politique, fortement immobilisé, il avait 295 millions d'acceptations, 328 millions d'avances sur titres et 702 millions de comptes courants débiteurs. Ce fut lui qui, par le manque d'élasticité de ses ressources, obligea de recourir en août 1914, au moratorium auquel ses deux grands concurrents se soumirent par esprit de solidarité[2].

1. Il avait été souscrit 40 fois : pour 31 millions francs de rentes, il en fut demandé 1.247 millions.

2. Voir Suzanne Giraud, *La Banque de France durant la Guerre*, page 65. Liesse, *Organisation du crédit en Allemagne et en France*.

CHAPITRE II

Caractéristiques de l'inflation

Définition de l'inflation. Comment et pourquoi elle se produit? Ses dangers, ses mouvements. Forme plus subtile de l'inflation en Angleterre par la création de crédit en banque.

Les dépenses immenses de la guerre, sa durée, la période d'incertitude qui a suivi l'armistice et qui a été effroyablement coûteuse, sans qu'on pût entrer dans une liquidation réelle, ont dépassé les cadres normaux, faussé les ressorts, précipité le monde dans toutes les abominations de l'inflation.

On a défini l'inflation, l'état dans lequel la quantité des moyens de paiement, y compris les dépôts contre lesquels il peut être créé des chèques, a augmenté d'une façon extraordinaire; dans lequel les signes monétaires sont le

plus souvent pourvus du cours forcé, n'étant plus couverts seulement par l'encaisse et les effets de commerce, mais en grande partie par des effets du Trésor; dans lequel la libre sortie de l'or n'existe plus, dans lequel la quantité de signes monétaires dépasse celle qui est nécessaire aux besoins d'origine commerciale; dans lequel la circulation manque des qualités essentielles qui en assurent l'élasticité. Imposés par les nécessités de l'État, ils encombrent la circulation intérieure, faute de pouvoir refluer vers les guichets d'où ils sont partis autrement que pour le payement des taxes ou la souscription des emprunts. Aux signes monétaires s'ajoute la concurrence des titres du Trésor à courte échéance, qu'ils servent ou non de succédanés de la monnaie fiduciaire.

Les vices de l'inflation sont connus : elle est la preuve d'un déséquilibre des finances publiques. Elle s'accompagne d'un esprit de gaspillage, de la perte des notions d'économie stricte, d'une spéculation grandissante, de la folie des milliards : c'est Gladstone battu par John Law.

L'inflation lèse les créanciers, elle est préjudiciable aux gens à revenus fixes, rentiers, retraités, salariés. Tant qu'elle dure rarement le salaire nominal est en harmonie avec le salaire réel. Elle lèse les consommateurs. Elle a de graves inconvénients politiques. Elle favorise l'agitation révolutionnaire en fournissant des arguments contre l'ordre social, rendu responsable de la vie chère.

Un des maux de l'inflation, c'est qu'elle néces-

site sans cesse une émission nouvelle de billets.

L'instabilité des prix, l'insécurité des transactions l'accompagnent. La dépréciation croissante du signe représentatif de la monnaie s'accélère sans interruption.

L'inflation crée une mentalité morbide dont nous apercevons les symptômes en France, à l'heure actuelle, parmi les gens de bourse, des journalistes financiers, des professeurs de facultés de droit.

La monnaie de papier ou ses succédanés perdent leur puissance à l'étranger : la cote des changes est même le baromètre le plus certain.

Nous allons trouver ces caractéristiques de l'inflation dans tous les pays belligérants, avec plus ou moins d'intensité. Les pays neutres eux-mêmes n'ont pas été épargnés.

Voyons comment ils sont entrés dans la voie de l'inflation.

Une grande guerre se fait difficilement avec le seul produit des impôts. Il faut immédiatement des sommes énormes pour mettre en branle la machine de la défense nationale. La rentrée d'impôts anciens et nouveaux n'est pas immédiate, elle est échelonnée au gré du contribuable. Il est difficile de lancer un emprunt au lendemain de la déclaration de guerre ; une opération de crédit demande des préparations. Il reste donc le recours au crédit auprès de la Banque d'émission qui ouvre dans ses livres des crédits à l'État contre remise d'effets portant sa signature et lui fournit des billets. A

côté de ces billets, il peut en être émis d'autres directement par la Trésorerie (Angleterre) ou par des institutions créées *ad hoc* (caisse de prêts en Allemagne, en Suisse, en Autriche-Hongrie). L'apparition de l'État, muni de moyens en apparence illimités, comme le plus gros acheteur, acheteur pressé, ne regardant pas au prix payé pour les marchandises et les services, payant avec du papier, jette la perturbation parmi les éléments qui déterminent les prix, d'autant plus que ni la production ni la circulation ni la distribution ne sont ce qu'elles étaient en temps de paix.

Ceux qui reçoivent ces signes monétaires ou des inscriptions à leur crédit dans les banques en font usage pour leurs dépenses personnelles, leurs achats de matières premières à transformer, pour les salaires de leurs ouvriers. L'inquiétude du lendemain, la crainte des mesures fiscales amène la thésaurisation [1] qui est une source d'embarras, en même temps que dans certains pays comme l'Allemagne et l'Autriche, elle s'est traduite par l'exode des billets à l'étranger.

L'inflation est accompagnée d'une diminution de la valeur de la monnaie, de sa force d'achat. Mais, et ceci montre l'insuffisance de la théorie quantitative de la monnaie, cette diminution n'est pas égale et, identique pour tous les articles,

1. Celle-ci intense au début parmi les agriculteurs qui sont de gros bénéficiaires de l'état de guerre, est suivie d'une crise de méfiance qui stimule les achats de terre et en renchérit le prix.

comme cela serait le cas si, du fait même du doublement de la quantité de signes monétaires, il devait résulter mécaniquement le doublement des prix.

L'inflation peut se produire de différentes façons et par la mise en circulation de moyens de paiement ayant force libératoire, qui sont reçus par l'État en payement des impôts, dont l'acceptation est obligatoire entre particuliers et par l'application d'un système de crédit comme celui qui fonctionne en Angleterre, et par l'application de facilités excessives à l'égard des souscripteurs d'emprunts, comme cela a eu lieu aux États-Unis, de la part des *Federal Reserve Banks*.

Une forme subtile d'inflation dont l'intelligence est facile à quiconque est habitué aux méthodes et à la mentalité bancaires anglo-saxonnes provient de l'emploi du crédit créé à l'aide des dépôts en banque. Il ne s'agit pas seulement du fait que tout titulaire d'un compte de banque est habitué à faire ses paiements par des chèques. Non. Il faut creuser davantage la question.

Les bons du Trésor et les avances de la Banque d'Angleterre contre des anticipations de recettes (*ways and means*) ont été les moyens principaux à l'aide desquels le gouvernement anglais a fait face à ses dépenses, en utilisant les ressources offertes par les dépôts des banques.

En Angleterre et en Amérique, toute avance faite à un client par une banque aboutit à la création d'un avoir, à l'inscription d'un crédit au dépôt du

titulaire. Presque toujours un accroissement des opérations actives d'avances et d'escompte est accompagné d'un accroissement des dépôts.

Il faut se garder de considérer l'accroissement des dépôts comme un indice certain d'enrichissement de la nation; c'est un signe d'activité des transactions, d'une expansion du crédit. Si la progression des avances et des dépôts résulte d'opérations d'emprunts improductifs comme les emprunts de guerre, la plus-value des dépôts peut être interprétée comme un symptôme de faiblesse financière.

La création de ressources financières en Angleterre et aux Etats-Unis s'est faite sur une grande échelle en usant de cette méthode : chaque emprunt de guerre a augmenté les avances et les dépôts des banques. Les souscripteurs, les acheteurs de titres ont emprunté aux banques les fonds nécessaires à leurs souscriptions ou à leurs achats. Les avances ont engendré les avoirs en dépôt contre lesquels étaient tirés les chèques à l'ordre du Trésor ou de la Banque d'Angleterre ou des banques privées servant d'intermédiaire. Le paiement final parvenait à la Trésorerie par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre qui créditait le compte du gouvernement. Sur la base de ce dépôt, la Trésorerie tirait des chèques pour payer ses fonctionnaires, ses fournisseurs.

Il faut maintenant se rappeler qu'en Angleterre comme aux Etats-Unis, on considère possible de ne laisser en réserve contre les dépôts qu'une por-

tion plus ou moins grande de ses disponibilités. Les déposants ne retirent pas tous, le même jour la totalité de leur avoir. L'expérience a prouvé qu'en temps ordinaire, une réserve de 10 à 20 0/0 suffit pour assurer la solvabilité de l'institution où le dépôt a été fait. Celle-ci a d'ailleurs souci de placer la contrepartie des sommes confiées en valeurs aisément réalisables. Une grosse portion des dépôts peut donc être utilisée à d'autres opérations.

En Angleterre, les banques ont l'habitude, au lieu d'avoir des espèces en caisse, de laisser une forte partie de leurs disponibilités en dépôt à la Banque d'Angleterre. Aux Etats-Unis, les institutions, qui font partie d'un réseau de réserve fédéral, laissent une portion de leur réserve dans les *Federal Reserve Banks*. C'est ainsi qu'avec des dépôts s'élevant à £ 100 millions en garde à la Banque d'Angleterre, on peut financer 500 à 1.000 millions.

Ces méthodes ont été employées au cours de la guerre, aussi bien pour les bons à courte échéance que pour les obligations à terme plus long et les titres amortissables. Lorsque les montants de l'émission ont été considérables, on a introduit des versements de libération échelonnés.

On connaît la comparaison faite par Sir Ed. Holden dans une de ses allocutions à ses actionnaires : la banque privée place, pour le compte de ses clients qui veulent souscrire à l'emprunt, le montant dans le compartiment d'une roue. Elle donne l'impulsion nécessaire, le compartiment arrive devant la

Banque d'Angleterre qui retire la somme, en crédite le gouvernement, renvoie les quittances ou les titres qui vont aux souscripteurs. A son tour, elle place pour compte du gouvernement dans la roue les chèques destinés aux fournisseurs, qui les retirent, les remettent dans la roue pour les envoyer à leur banquier, qui les encaisse, les crédite et envoie à la Banque d'Angleterre, portion ou totalité du montant. Sur la base de ces virements, il s'édifie des crédits quatre ou cinq fois supérieurs qui servent à alimenter les souscriptions aux emprunts de l'Etat pour compte de la clientèle ou pour compte des banques privées elles-mêmes.

Le gouvernement a largement bénéficié de ces méthodes. Si nous avons bonne mémoire, M. Austen Chamberlain a évalué que dans l'un des grands emprunts de guerre, les banques avaient pris de la sorte pour £ 300 millions. Elles n'ont pas gardé les titres, elles les ont réalisés assez rapidement et celles, qui en avaient gardé, les ont vendus en 1920 lorsqu'il a été prudent de se constituer de véritables disponibilités. Elles ont dû amortir des pertes.

Les avances sur voies et moyens que la Banque d'Angleterre fait à l'Etat, sont autorisées par le Parlement en vue de permettre au gouvernement d'anticiper des recettes fiscales à venir ou des recettes d'emprunts réguliers et de traverser les périodes où les impôts rentrent lentement. Jusqu'à la guerre, il était entendu que ces avances devaient être liquidées dans le trimestre suivant et que sous

aucun prétexte, on ne devait les traîner pendant une durée indéterminée. Pendant la guerre, on s'est montré moins strict. On a réemprunté au cours du trimestre la somme reportée, qu'on payait en apparence. De £ 8 millions à la fin de 1913, le chiffre des avances *Ways and means* a atteint 455 millions en décembre 1918, pour descendre à 243 en 1919. L'attention du gouvernement et du parlement a été attirée par la Commission présidée par Lord Cunliffe *on Currency and Foreign Exchange.* Elle a fait ressortir que les avances faites au gouvernement qui les déboursait servaient aussi à gonfler les dépôts des particuliers et à entretenir l'inflation. Du compte du gouvernement, les sommes passaient au compte des particuliers, généralement des banques. Il y avait une multiplication apparente de ressources dont une portion se plaçait en bons du Trésor ou en titres d'emprunts.

L'Etat qui avait emprunté à la Banque d'Angleterre, qui avait payé ses fournisseurs, voyait revenir les sommes déboursées. Ces opérations superposées ne tardaient pas à gonfler les prix et les dépôts.

CHAPITRE III

La politique financière de la France depuis 1914

Situation plutôt embarrassée de la place de Paris, au moment de l'explosion de la guerre. Mesures gouvernementales : la convention de 1911 avec la Banque de France joue dès la mobilisation. Relèvement de l'émission des billets. Cours forcé. Moratoire. Comment la France a fait face aux dépenses de guerre. Ce que les emprunts et les impôts ont produit. Phénomène incontestable de l'inflation en France.

L'explosion de la guerre trouva, comme nous l'avons indiqué, la place de Paris dans une situation assez embarrassée, avec un emprunt 3 1/2 0/0 souscrit par la spéculation, — sur 1.247 millions francs de rentes demandées, 1.218 millions avaient été sous-

crits à Paris. Il fallait faciliter la liquidation de bourse, ajourner le paiement des échéances, même des loyers, écarter le danger d'un *run* et autoriser les dépositaires à faire usage à l'égard des déposants d'une sorte de clause de sauvegarde analogue à celle qui protège les caisses d'épargne. De là, une série de mesures, de moratoria, de fermeture de la bourse, de garantie donnée à la Banque de France par l'Etat. Notre ami Em. Vidal a fort bien décrit dans une communication à l'Académie des Sciences Morales et Politiques les journées difficiles qui suivirent la brusque rupture de la paix européenne[1].

Pour faire face aux besoins immenses qu'allait créer une guerre qui appelait sous les drapeaux la nation tout entière, on était assez mal préparé financièrement. On avait cru faire le nécessaire en accumulant une grosse encaisse d'or à la Banque de France (4.057 millions) à laquelle répondait une émission de 6.051 millions francs au 30 juin 1914. C'était une quantité excessive de billets, destinés si la guerre se prolongeait, à subir une addition considérable sous le régime du cours forcé : la dépréciation du franc à l'étranger parut certaine à quelques économistes éclairés et prévoyants du moment qu'il fallut faire des achats considérables

1. *Les points noirs à la Bourse de Paris du 14 juillet au 7 décembre 1914*. Libr. A. Picard. Parmi les déposants atteints par le moratorium décrété le 1er août 1914, il y eut le Gouvernement et la Banque de l'Etat russes qui avaient chez leurs correspondants à Paris de six à sept cent millions de francs.

à l'étranger, en Amérique et en Angleterre. On fit un gros effort de propagande intérieure pour fairer entrer de l'or à la Banque et le public, obéissant à des considérations patriotiques rendit 2.500 millions qui furent les bienvenus et grâce auxquels on put déposer 1.978 millions à l'étranger. La marge légale d'émission en août 1914 n'était que de 800 millions francs. On l'augmenta aussitôt par une loi, en même temps que les avances de l'Etat. La circulation, jusqu'à la fin de 1919, a augmenté de 37.275 millions à 41 milliards en 1920. C'est avec les bons de la Défense pour 26 0/0, les avances de banque pour 13 0/0, des opérations de crédit à l'étranger pour 17 0 0 que la France a couvert les dépenses de la guerre et de l'année qui en a suivi la fin. L'impôt et les revenus ont fourni 16 0/0, les emprunts de consolidation 27, soit un rapport de 57 à 43 0 0. Aux reproches faits à la politique financière de la France d'avoir été insuffisamment énergique au point de vue de l'impôt et de l'emprunt consolidé, on peut opposer des circonstances atténuantes. L'occupation de départements très riches réduit les ressources du pays. On a fait aux alliés moins riches des avances qui s'élèvent à huit milliards dont quatre à la Russie ont été entièrement dépensés en France et auxquelles on a pourvu en remettant des bons du Trésor sans intérêt à l'emprunteur. On peut les faire entrer en ligne de compte quand on examine les causes qui ont amené l'inflation en France.

En 1884, M. Tirard, ministre des Finances, pro-

posa de supprimer la limitation de l'émission à un maximum qui avait été introduit le 12 août 1870 avec 1 milliard 800 millions, porté à 2.400 millions le 14 août 1870, à 2.800 le 29 décembre 1871, à 3.200 millions le 15 juillet 1872. M. Rouvier fit échouer cette mesure devant la Chambre. Malgré l'opposition faite par MM. Léon Say et Denormandie à la limitation devant le Sénat, la loi des finances du 30 janvier 1884 maintint le principe de la mesure édictée en 1870, en portant à 3.500 millions le maximum. Relevé à 5 milliards par la loi du 17 novembre 1897, ce maximum fut porté à 5.800 millions par la loi du 9 février 1906, à 6.800 millions par celle du 29 décembre 1911[1].

Le 4 août 1914, cours forcé, émission portée de 6.800 millions à 12 milliards. Avance de 2.900 millions par la Banque à l'État contre bons à 3 mois à 1 0/0.

Usant du droit à elle reconnu par la loi du 29 décembre 1871, la Banque de France avait fait fabriquer, dix-huit mois avant la guerre, des billets de 20 francs et de 5 francs. L'émission en commença le 31 juillet 1914. Dix jours après, elle s'élevait à 600 millions.

21 septembre 1914, accord de Bordeaux, ajoutant 3.100 millions aux 2.900 millions prévus par l'accord de 1911, ce qui porte les avances à 6 mil-

1. Voir le Rapport de Milliès-Lacroix au Sénat sur le *Renouvellement du privilège de la Banque de France*, n° 355, Sénat 1918; Suzanne Giraud, le *Rôle de la Banque de France pendant la Guerre*, 1918, Montpellier.

liards. L'avance est représentée par des bons à 3 mois d'échéance, du jour de l'avance, renouvelables, tant que le délai pendant lequel la Banque a été autorisée à suspendre le remboursement en espèces de ses billets n'a pas expiré. L'Etat promettait de rembourser ces avances dans le plus court délai possible. Un an après la cessation des hostilités le renouvellement des bons en cours ne pourrait se faire qu'avec un supplément d'intérêt de 2 0/0 (3 au lieu de 1 0/0) qui ne serait pas distribuable aux actionnaires, mais serait affecté à une réserve destinée à couvrir les pertes résultant du recouvrement du portefeuille moratorié; l'excédent éventuel servirait à atténuer le montant des avances à l'Etat. C'est à ce compte, grossi de la taxation des bénéfices exceptionnels de guerre, qu'incombe l'amortissement des 500 millions francs avancés en février 1915 à la Banque de l'Etat russe par la Banque de France pour permettre le remboursement de créances en francs sur les banques et les entreprises russes.

15 septembre 1914, création de bons de la Défense pour 940 millions.

10 février 1915, obligations de la Défense Nationale 5 0/0 remboursables au pair en 1925, avec faculté de rembourser à partir de 1920, exemptes d'impôt, payables en numéraire, en 3 1/2 0/0 libéré, en bons de la Défense, et donnant droit à la souscription irréductible des futures émissions de rentes perpétuelles.

Novembre 1915, décret autorisant l'émission à

87,25 de l'emprunt 5 0/0 garanti jusqu'en 1931. Il est souscrit 756 millions de rente, représentant 15.130 millions dont 6.380 en numéraire, 2.227 en bons de la Défense, 3.191 en obligations de la Défense, 24 en 3 1/2, 1.430 en 3 0/0 perpétuel reçu en titres jusqu'à concurrence de 22 0/0.

Novembre 1916. — Deuxième emprunt de guerre 5 0/0 à 88,75, libérable en 3 1/2 à 91, en bons et obligations de la Défense. Il est souscrit 11.036 millions dont 5.500 en numéraire, 3.500 en bons, 950 en obligations, 7 en 3 1/2.

12 février 1917. — Création des obligations quinquennales 5 0/0 1918, 3e emprunts de guerre, 4 0/0 à 68,60, qui se souscrit en bons et obligations de la Défense, en 3 1/2, en coupons. Il est souscrit 10.276 millions dont la moitié en numéraire. Il est constitué un fonds spécial pour l'amortissement par rachats, en vue de soutenir le marché, — *1919* emprunt de la Libération 4 0/0 à 70,80, avec acceptation d'espèces, de chèques, de coupons, de bons, d'obligations de la Défense, de 3 1/2 0/0 de coupons russes, ceux-ci pour moitié de la somme souscrite. L'emprunt produisit 19.270 millions dont 13 milliards en bons de la Défense, 1.404 en obligations, 20 en bons du Trésor ordinaire, 263 en coupures russes, 7.134 millions en espèces.

1920 Février-Mars. — Le 5e emprunt 5 0/0, remboursable à 150, produisit effectivement 15.940 millions dont 6.990 en numéraire, 8.188 millions en bons de la Défense, 688 millions en obligations de la Défense, 4,3 en 3 1/2 0/0, 62 en cou-

pons. Le produit nominal fut de 24.225 millions.

1920. Octobre-Novembre. — 6e emprunt 6 0/0 au pair, 27.888 millions dont 10.998 millions en numéraire, 3.384 en bons de la Défense, 615 en obligations, 22 en 3 1/2, 12.179 en rente de guerre 4 et 5 0/0.

Ces six opérations ont produit 99 milliards et demi, dont 42 milliards en numéraire, 35,3 en bons de la Défense, 7,4 en obligations, 1,4 en rente 3 0/0, 12,7 en rentes de guerre 4 et 5 0/0. La pompe aspirante n'a pas fonctionné suffisamment.

Au 30 septembre 1920, la dette de la France s'élevait à 285 3/4 milliards dont 83 1/4 dus à l'étranger.

1° Dette intérieure consolidée 121.306 millions, charge annuelle 4.456.

2° Dette intérieure flottante, 81.257 millions, charge annuelle 2.269 dont 49 milliards et demi en bons de la Défense et 26 milliards avancés par la Banque de France.

3° *a*) Dette extérieure consolidée à terme 43.796 millions, charge annuelle 2.684 millions.

b) Dette extérieure flottante 33.476 millions, charge annuelle 2.237 millions.

Avances de la Banque à l'Etat

Conventions du					Total	
5 Août	1914	2	milliards	900		
21 Sept.	1914	3	»	100	6	milliards
4 Mai	1915	3	»	»	9	»
13 Février	1917	3	»	»	12	»
2 Octobre	1917	3	»	»	15	»
4 Avril	1918	3	»	»	18	»
5 Juin	1918	3	»	»	21	»
13 Février	1919	3	»	»	24	»
28 Avril	1919	3	»	»	27	»
		27				

La première avance d'août 1914 fut faite en vertu de la convention secrète du 11 nov. 1911.

Les limites de l'émission ont été accrues comme suit :

5 Août 1914	12 milliards	3 Mai 1918	30 milliards
11 Mai 1915	15 »	5 Sept. 1918	33 »
15 Mars 1914	18 »	25 Fév. 1919	36 »
15 Févr. 1917	21 »	17 Juil. 1919	40 »
10 Sept. 1917	24 »	31 Juil. 1920	43
7 Févr. 1918	27		

Sur 43 milliards autorisés par art. 74 loi de finances du 31 juillet 1920, il a été émis 41 milliards.

La convention du 24 avril 1919 portait de 24 à 27 milliards le montant des avances mises à la disposition de l'Etat; elle affirmait le caractère provisoire de cette nouvelle avance. Le Trésor s'engageait à prélever sur le produit du plus prochain emprunt une somme suffisante pour en éteindre le montant et ramener la dette au maximum fixé par la convention du 13 février 1919, 24 milliards. Le premier emprunt de liquidation émis en février 1920 n'a pas laissé un reliquat disponible suffisant pour assurer le remboursement, sans qu'il résultât de graves embarras pour la Trésorerie. Le 14 avril, le Conseil de Régence consentit, non sans élever une très énergique protestation à proroger jusqu'au plus prochain emprunt et au plus tard jusqu'au 31 décembre 1920, le délai précédemment fixé pour ce remboursement extinctif. A cette nouvelle échéance, les charges exceptionnellement lourdes de la Trésorerie ont placé l'Etat et la

Banque en face des mêmes nécessités. Le 29 décembre, le Conseil a dû donner son approbation à une nouvelle convention de prorogation. Aux termes de cet accord, le montant maximum des avances autorisées est maintenu à 27 milliards jusqu'au 31 décembre 1921[1].

Au 24 décembre 1920, il circulait 593.030.232 billets pour 37.562.240.290 fr. dont 13.182.702 billets de 1.000 fr., 4.189.745 de 500 fr., 143.126.075 de 100 fr., 83.921.909 de 50 francs, 15.044 de 25, 111.382.124 de 20 francs, 72.376.119 de 10 fr., 164.836.614 de 5 fr. Il a été émis 109.720.000 billets pour 7.847 125.000 fr. et retiré 153.729.535 billets de 20, 10 et 5 fr. pour 1.242.427.685. En 1920, il y a eu une réduction importante sur les petites coupures, une augmentation des émissions de 500 et 1.000 fr.

En 1920, le maximum de la circulation a été de 39.645 millions le 3 novembre, le minimum le 21 avril 1920, 37.326 millions.

A la circulation des billets de la Banque de France, il faut ajouter celle des chambres de commerce en appoints de 2, 1 fr., 0,50, 0,25 centimes, qui est couverte, il est vrai, par des billets de la Banque de France.

Pendant quelques années, on a acheté de l'argent pour frapper d'assez grosses quantités de pièces divisionnaires, au lieu de transformer con-

1. Compte rendu, au nom du Conseil général de la Banque, par le gouverneur Georges Robineau, le 27 janvier 1921.

formément aux conventions de l'Union latine, les écus de cinq francs en monnaies d'appoint. Les frappes ont été coûteuses, elles ont fourni des pièces qui ont disparu de la circulation. D'avril 1914 à mai 1920 il a été frappé 587.020.757 pièces d'argent contre 544.920.000 pièces frappées de 1864 à 1914. On a connu la même calamité pour le billon, il y a eu la crise des sous, malgré l'apport considérable de billon anglais, américain, argentin, italien.

Pour la période qui va du 30 juillet 1914 au 2 novembre 1914, on a observé que l'accroissement mensuel moyen de la circulation de la Banque de France a été :

Accroissement mensuel moyen — millions	Dates —	Circulation — millions	Accroissement —
5 mois 723	30 Juillet 1914	6.683	+ 3.615
	7 janv. 1915	10.298	
6 » 319	1 juillet 1915	12.215	+ 1.917
6 » 217	6 janv. 1916	13.518	+ 1.303
6 » 421	6 juillet 1916	16.046	+ 2.528
6 » 153	4 janv. 1917	17.001	+ 955
10 » 501	2 nov. 1917	22.018	+ 5.017

Dans ces 29 mois, l'accroissement a été sensible au début et dans la dernière période. En 1915 et en 1916, il y a eu l'effet produit par les deux premiers emprunts de la Défense nationale, qui ont amené des rentrées de billets. Mais dans la suite, plus l'émission des bons de la Défense et celle des billets ont augmenté, moindre a été l'influence des emprunts sur les rentrées de bons de la Défense.

Les quatre premiers emprunts de 1915 à 1918 ont produit 55,3 milliards dont 24 milliards en argent frais. La résorption des titres de la dette flottante a été insuffisante.

Les 3 premiers emprunts ont apporté un capital effectif de 33.519 millions. Les crédits ouverts d'août 1914 à décembre 1917 ont été de 104 millions. Les dépenses de guerre ont pris 86 milliards. Il serait resté un solde flottant de 43 milliards. Lors du premier emprunt, les avances ont été réduites de 2.400 millions, au second de 2.200 millions, au troisième de 300 millions, soit 4.900 millions. Il restait dû 12.500 millions au 31 décembre 1917. On pourrait presque mesurer la capacité des Ministres des Finances d'après leur fermeté à rembourser la Banque de France. On sait qu'en 1920, malgré l'engagement de rembourser un chiffre déterminé, la Banque n'a rien reçu.

Si l'on avait pu poursuivre une politique de taxation et d'emprunt consolidé plus hardie et plus efficace, on aurait peut-être échappé à l'inflation très réelle, quoi qu'en ait pensé un professeur d'économie politique consulté par un comité de la Société des Nations, qui ne trouve pas en France matière à s'inquiéter ni de l'excès de circulation ni de la hausse des prix ni de la dépréciation du franc.

Les facilités d'avances faites par la Banque de France sur les bons de la Défense et la dotation d'un fonds d'achat en bourse des emprunts de Guerre ont été des adjuvants indirects de l'infla-

tion. La thésaurisation des gros billets a été l'accompagnement du phénomène.

Sous le régime de l'inflation, grâce aux arrangements conclus avec l'Angleterre et les États-Unis, la dépréciation du franc a été masquée tant que la solidarité financière interalliée a joué. Lorsqu'elle a disparu, en mars 1919, la dépréciation s'est manifestée brutalement.

CHAPITRE IV

La politique financière de l'Allemagne depuis 1914

Situation au moment de l'explosion de la guerre. Déclanchement des mesures préparées en vue de la mobilisation. Cours forcé anticipé. Modification aux statuts de la Reichsbank. Versement du Trésor de guerre. Création des Caisses de prêts. Politique à vue courte, escomptant une prompte victoire et faisant pendant dix-huit mois la guerre à crédit, sans impôts nouveaux. Absorption de la Reichsbank par l'État en guerre. Incapacité des emprunts de résorber les effets du Trésor. Révolution de novembre 1918, après la défaite militaire. Abus des émissions de billets. Le cadre ancien éclate en avril 1921.

La situation telle qu'elle résulte du dernier bilan de paix au 23 juillet 1914, indique une encaisse de 1.756 millions marks dont 1.691 millions en métal, une circulation de 1.890 millions, une

marge d'émission de 3.358 millions marks alors que celle de la Banque de France était réduite à quelques centaines de millions de francs et qu'il fallait recourir à une loi pour augmenter le pouvoir d'émission. Le Trésor de guerre fut transféré de Spandau à Berlin : il servit à combler la lacune résultant du drainage entre le 23 et le 31 juillet.

On peut voir dans le volume de *M. Rist*, comment, dès le 31 juillet, sans attendre la loi du 4 août, la Reichsbank suspend les paiements en or. L'encaisse, le 7 août, est de 1.477 millions. Les versements continus du public, sollicité dans les journaux, les prêches, les sermons, la portent à 2.533 millions marks or le 15 juin 1917. L'encaisse argent de 300 millions marks tombe à 80 et disparaît presque entièrement.

Les billets se multiplient : un premier milliard est émis du 23 au 31 juillet, un second la semaine suivante. En attendant la création des 91 caisses de prêts de guerre, qui fonctionneront le 8 août, la Banque fait pour leur compte 69 millions d'avances. Le portefeuille d'escompte grossit en quinze jours à 4.426 millions, dont 2.980 pour les particuliers, 1.446 pour le gouvernement. Depuis lors le portefeuille de la Reichsbank ne fut plus alimenté que par les effets et les Bons du Trésor. Le Gouvernement fit voter par le Reichstag des mesures monétaires, destinées à assurer une large abondance de monnaie, puis la création d'un mécanisme juridique permettant à l'État d'emprunter à la Banque, enfin plusieurs moratoires

partiels destinés à ménager certains débiteurs, en l'absence d'un moratoire général dont on ne voulut pas [1].

En temps de paix l'Allemagne ne possédait que les billets de banque et le papier monnaie de l'État, certificats de caisse d'Empire, dont l'émission était strictement limitée. Les pouvoirs d'émission de la Reichsbank furent élargis. Il s'ajoutait une troisième monnaie, les bons des caisses de prêts de guerre.

Les Reichskassenscheine qui avaient été portés de 120 à 240 millions marks par la loi du 3 juillet 1913 et à l'aide desquels on avait fait rentrer l'or destiné à compléter le Trésor de guerre, reçurent cours légal et cours forcé le 4 août 1914, tout comme les billets de la Banque d'Allemagne.

On abolit les dispositions imposant à la Reichsbank une taxe de 5 0/0 l'an, pour la durée du temps où l'émission dépasserait d'un contingent de 550 millions ou 750 millions en fin de trimestre, la couverture par l'encaisse. Par contre en 1915, la

1. Des moratoires ont été accordés aux territoires occupés par l'ennemi en Alsace et en Prusse Orientale. Une ordonnance du Conseil fédéral a autorisé les tribunaux à accorder au débiteur sur sa demande un délai de trois mois à condition que sa position justifiât cette mesure et que le créancier ne fût pas lésé d'une façon disproportionnée, ce fut le moratoire individuel. Les mobilisés furent mis à l'abri de poursuites pour dettes. Un tiré allemand de l'étranger fut dispensé de toute obligation. Les délais impartis pour exiger paiement d'un effet furent prolongés. Il y eut des ententes particulières. Le comité de la Bourse de Berlin décréta un moratoire des reports qui prit fin en décembre 1915.

Banque fut frappée d'un impôt de guerre et d'un prélèvement exceptionnel sur les bénéfices nets : 43 millions pour 1914, 199 pour 1915, 190 pour 1916, 206 pour 1917, 390 pour 1918, 750 pour 1919.

On laissa intacte la fiction de la couverture obligatoire de l'émission par une encaisse de 33 0/0, mais on assimila à l'or, aux certificats de caisse d'Empire, les bons émis par les caisses de prêts en coupures de 1, 2, 5, 10, 20 et 50 marks. L'émission en fut fixée à 1.500 millions le 4 août 1914, à 3 milliards en novembre 1914. Ce chiffre a été rapidement dépassé, sans qu'aucun acte officiel en ait prévenu le public. Ces 91, puis 99 caisses de prêts ont fait des avances sur marchandises et sur titres aux particuliers, aux commerçants, aux industriels, aux banques de dépôt, aux caisses d'épargne, aux coopératives de crédit. Ces monts de piété spéciaux ont permis de mobiliser des valeurs de tout ordre. Théoriquement l'avance était de trois mois, 1/2 0/0 au-dessus du taux officiel, pour 100 marks au minimum. Ils sont devenus les banquiers des villes et des États particuliers quand l'Empire se fut réservé l'accès des bourses pour ses émissions, tout comme ils ont été mis à contribution lors des emprunts de guerre. Cette institution, qui avait fonctionné en Prusse en 1848, en 1866, en 1870 dispensait la Reichsbank d'immobiliser des ressources en prêts sur nantissement; elle évitait de modifier les statuts, permettait de dissimuler la vraie situation monétaire en faisant entrer les bons

des caisses de prêts dans le calcul de l'émission comme partie intégrante de l'encaisse, à l'égal du métal. Pour ceux qui n'allaient pas vérifier critiquement les chiffres, le fait que, dès 1915, l'encaisse métallique était tombée au-dessous de 33 0/0, demeura dissimulé. Les bons de caisse n'ont pas cours légal, mais toutes les caisses publiques sont tenues de les recevoir pour leur pair nominal. Comme ils donnent droit à la Reichsbank d'émettre un montant triple de billets, les caisses de prêts font leurs avances non en bons, mais en billets de la Reichsbank. La Banque mettait en circulation la quantité de bons qu'elle jugeait nécessaire, surtout les petites coupures. Au moment des emprunts, aux fins de trimestre, le montant détenu par la Reichsbank grossissait.

Ce système pouvait paraître fort ingénieux, mais il était fort dangereux et contenait les germes de l'inflation la plus excessive.

Comme toute la politique financière de l'Empire, il supposait une guerre courte, victorieuse, le paiement des frais de guerre par le vaincu. Il ajournait l'introduction des impôts nécessaires et usait largement du crédit, en remettant à la Reichsbank des effets du Trésor en quantités croissantes, si bien que les emprunts régulièrement faits deux fois par an ne suffisaient plus à les résorber et qu'après chaque opération, il restait un résidu de plus en plus considérable. La pompe aspirante manquait de force.

Le tableau suivant que nous empruntons à

M. Prion est instructif. Il indique le montant des effets du Trésor en circulation, les emprunts de guerre réalisés et le solde non absorbé des effets du Trésor après chaque opération de crédit :

Emprunt		Effets du Trésor en circulation	Produit de l'emprunt	Effets retirés + ou restants —
			Milliards Marks	
Premier	1914	2.6. . . .	4.5.	+ 1.9
Deuxième	1915	7.2. . . .	9.1.	+ 1.9
Troisième	1915	9.1. . . .	12.1.	+ 2.5
Quatrième	1916	10.4. . . .	10.7.	+ 0.3
Cinquième	1916	12.8. . . .	10.7.	— 2.1
Sixième	1917	19 8. . . .	13.1.	— 6.5
Septième	1917	27.2. . . .	12.6.	— 14.6
Huitième	1918	38.9. . . .	15 0.	— 23.9
Neuvième	1919	49.4. . . .	10.4.	— 39.0

A partir du cinquième emprunt, l'emprunt consolidé (automne 1916) ne résorbe plus. En fin de compte, neuf emprunts ont produit 89 milliards et il est resté 55 milliards d'effets du Trésor. Quant aux Darlehenskassen, leur émission en milliards marks a été de 1,3 en 1914, 2,3 en 1915, 3,4, en 1916, 7,8 en 1917, 15,6 en 1918.

Afin de bien faire comprendre le mécanisme d'où est sortie l'inflation allemande, il faut dire que, en temps de paix, la Reichsbank escomptait des bons du Trésor, en moyenne, une centaine de millions. Au 31 juillet 1914, le bilan indique 396 millions. Ces bons ou effets ne pouvaient servir de couverture aux billets, pour lesquels il fallait des effets avec deux signatures et une durée de 90 jours.

Une loi du 4 avril classa comme lettres de

change les bons du Trésor à trois mois et les traites engageant l'Empire même à une signature (? tirées par les fournisseurs). Ces bons ou ces traites vont remplir le portefeuille, servir de couverture à l'émission des billets qu'ils servent à retirer de la Banque, sans qu'on fasse de distinction entre eux et les effets commerciaux. Cette publicité indispensable est naturellement refusée.

Une première loi, suivie de onze autres, ouvrit au chancelier d'Empire l'autorisation de recourir au crédit pour 5 milliards marks.

A partir de la chute de la monarchie en Allemagne, les finances publiques sont allées à la dérive.

Nous ne ferons pas l'histoire des émissions de billets. L'Etat central en 1920 a continué à mettre la Reichsbank à contribution, faute de recettes fiscales suffisantes. La dépréciation du mark qui a été de 92 0/0 à l'étranger en est la conséquence.

Le tableau suivant indique les chiffres des différents chapitres à la fin de 1920 et les augmentations survenues depuis 1914. En soustrayant le total des augmentations du chiffre de décembre 1920, on obtient celui de 1914, sauf pour l'or, où il faut ajouter au lieu de soustraire.

Circulation des billets Millions marks		Caisses de prêts billets en circulation	Papier monnaie et billets des Caisses à la Banque	Comptes courants	Or	Effets de commerce et du Trésor
1914						
30/0 — 31/12	+ 2.639	+ 446	+ 825	+ 899	+ 787	+ 2.724
1915	+ 1.872	+ 517	+ 413	+ 602	+ 352	+ 1.866
1916	+ 1.437	+ 1 904	— 866	+ 2.205	+ 75	+ 3.807
1917	+ 3.413	+ 3.392	+ 893	+ 3 486	— 113	+ 4.986
1918	+ 10.720	+ 3.844	+ 3.952	+ 8 230	— 165	+ 12.820
1919	+ 13.510	+ 3.672	+ 5.758	+ 3 792	— 1.173	+ 14.329
1920	+ 33.107	— 1.748	+ 12.292	+ 5.256	+ 2	+ 18.899
Total	+ 66.398	+ 12.033	+ 23.308	+ 21.469	— 215	+ 59.421
Fin 1920	+ 68.805	—	25.417	22.327	1.092	60 634

En 1920, la circulation fiduciaire a grossi de 33 milliards contre 13 en 1919, 10 en 1918; le portefeuille, qui contient surtout des effets du Trésor, de 18 milliards contre 14 et 13 milliards marks.

Sauf pour les billets des caisses des prêts, il y

eut à la fin de l'année, une formidable poussée: en la dernière semaine, il est sorti 1.679 millions en 1920, 1.571 en 1919, 1.064 en 1918. Le recours aux caisses de prêts a augmenté : 1.894 millions marks dans la dernière semaine, portant le total prêté à 35 milliards et demi, mais les billets émis sont restés à la Reichsbank.

D'autre part, dans la première quinzaine de janvier, il y a eu un reflux de signes monétaires, 1.025 millions marks dans la première semaine, 1.710 dans la seconde.

Au nombre des mesures propres à propager l'inflation, on peut placer les facilités qu'en bons pères de famille, les gouvernements ont pris pour leurs enfants financiers. En France et en Angleterre, sous prétexte d'amortissement, on intervient pour soutenir les cours.

En Allemagne, l'Etat a garanti aux souscripteurs d'origine qu'ils trouveraient toujours preneurs à la Reichsbank jusqu'à concurrence de 2.000 marks. Après la Révolution, lorsque les fonds allemands ont afflué sur le marché, que les cours baissaient chaque jour, on a créé un syndicat de protection comprenant toutes les banques et tous les banquiers du pays, sous la direction de la Reichsbank. Le nom en est Reichsanleihe Actien Gesellschaft.

Les dépôts des banques ont augmenté, y compris ceux de la Reichsbank de 13.568 millions marks en 1914 à 60 milliards en 1919.

En avril 1921, l'article 17 des statuts de la Reichsbank qui détermine les conditions de l'émis-

sion et prescrit qu'un tiers des billets doit être couvert en or, en monnaie légale allemande, en bons des caisses de prêts, est modifié. La règle du tiers est suspendue, et cela parce qu'on va manquer de la ressource qu'apportaient les bons des caisses de prêts, assimilés à l'or et à la monnaie légale, bien que n'ayant force libératoire qu'aux caisses publiques. Les emprunteurs qui sont les particuliers, les communes, les États remboursent les prêts contractés pendant la guerre aux caisses qui retirent et détruisent leurs bons. Ces remboursements ne profitent pas à la Reichsbank, dont la quantité de billets n'en est pas affectée. La dette flottante de l'Allemagne dépasse 166 milliards marks, le chiffre des billets de la Reichsbank est d'environ 70 milliards marks.

Cette règle du tiers à couvrir en métal ou en succédanés est une survivance de superstition : la véritable contrevaleur des billets se trouve dans un portefeuille d'effets de commerce, portant des signatures de gens solvables. Le métal est surtout utile comme monnaie d'appoint pour les règlements internationaux ; il rend service quand il sature les canaux de la circulation intérieure. Qu'en reste-t-il hors de la Reichsbank? Celle-ci en détient un milliard environ et elle aurait l'équivalent de 4 milliards marks papier à l'étranger.

En tout cas la disparition graduelle des bons de caisses de prêts, qui ont des gages réels mais pas d'une réalisation immédiate, laisse la Reichsbank

de plus en plus en face de l'Etat qui l'a gavée de ses effets à une signature[1].

En Suisse, on souhaite la prompte disparition de la Caisse de prêts, création de fortune, dont les billets encombrent la Banque Nationale et retardent le retour à la saine monnaie. Il faut féliciter M. Ribot d'avoir refusé d'écouter, à Bordeaux, les sirènes financières qui lui suggéraient de copier les Allemands et d'ajouter les caisses de prêts aux autres éléments d'inflation.

1. Les prêts des Caisses de prêts diminuent rapidement par suite des remboursements du public. Ils sont réduits à 22.3 milliards M. le 7 juin 1921. La circulation des billets de la Banque et des Caisses à cette date est de 81 milliards M. Elle reste à peu près stable depuis six mois.

CHAPITRE V

La politique financière de l'Angleterre depuis 1914

La crise politique de l'été 1914, qui se dénoua, par la guerre, surprit le marché de Londres. Mesures gouvernementales. Suspension du *Bank Act de 1844* qui reste platonique. Le gouvernement assume des responsabilités qui s'élèvent à 82 millions livres. Création des billets d'Etat (*Currency notes*). Maintien nominal du remboursement en or des billets. Phénomène de l'inflation en Angleterre. Mesures pour restreindre après la paix la circulation des *Currency Notes, Dette publique.*

Le désarroi dans lequel l'explosion de la guerre a jeté le marché financier britannique a peut-être été plus grand que celui dont on a souffert sur le Continent, et cela par suite de l'enchevêtrement infini des relations commerciales, maritimes, bancaires de l'Angleterre avec tous les pays. Par suite du libre échange, du libre marché de l'or que ne troubla jamais une prime défensive, Londres était sans conteste le centre financier le plus puissant, tout comme la livre sterling servait d'étalon com-

mercial, que la parité chilienne, argentine, brésilienne se calculait en pence. L'organisation de la Banque d'Angleterre, demeurée inchangée depuis 1844, était peut-être trop rigide, puisqu'en dehors de 18.450.000 livres de billets émis contre des titres de l'Etat, aucun billet ne sortait que couvert intégralement livre pour livre, par l'or. Cette constitution rigide fut suspendue à plusieurs reprises, sous le coup de grandes crises. le gouvernement autorisant la Banque à dépasser le cadre de l'émission non couverte par l'or, mais à condition de relever brutalement le taux officiel d'escompte. A cette rigidité, l'Angleterre a dû le développement des chèques, des paiements sans emploi de la monnaie ou du billet de banque, des compensations entre banquiers. Il ne circulait au moment de la guerre que des billets de £ 5 et au-dessus en Angleterre, tandis qu'en Irlande, il y avait des coupures de £ 1. Au 30 juin 1914, pour une circulation de 30 millions £, la Banque d'Angleterre possédait 40 millions £ or en caisse. Il se trouvait dans les mains du public, dans les coffres des banques, un montant d'or estimé à 123 millions £, qui serait réduit au 30 juin 1919 à 40 millions tandis que la Banque en possédait, à cette date, 88 millions et demi et qu'il s'en trouvait 28.5 millions en couverture des *Treasury notes* (*currency notes*).

La perturbation que l'approche de la guerre jeta en Angleterre et qu'augmenta encore la détermination de ne pas laisser s'accomplir pacifiquement de la part de l'Angleterre, la violation de la neutra-

lité de la Belgique par l'Allemagne, fut intense. Les créances sur l'étranger dont on avait besoin pour régler les affaires en cours, menaçaient de ne pas rentrer en temps utile. L'étranger rapatriait de toutes parts les siennes, si bien que dans une agence de quartier de la Société Générale, on offrait 24 francs pour une livre sterling (chèque). Il fallait assurer le paiement des acceptations, le règlement des différences de la liquidation du Stock Exchange.

Le gouvernement anglais n'hésita pas à se charger de lourdes responsabilités. On les a estimées à 82 millions £ Pour la première fois, dans l'histoire moderne de l'Angleterre, il y eut confusion entre les fonctions monétaires et fiscales de l'Etat.

Il y eut un léger *run* sur les banques vendredi 31 juillet et samedi 1er août, elles remboursèrent 90 0/0 en billets, 10 0/0 en or. Ceux qui voulaient de l'or durent se rendre à la Banque d'Angleterre qui satisfit toutes les demandes du public et des banques. En deux jours, elle donna 18.262.000 £, elle porta l'escompte à 10 0/0. Le 3 août lundi était *Bank holiday*. Le chômage fut prolongé jusqu'au vendredi 7 août, au lendemain de la promulgation du Currency Act. Le Currency and Bank notes Act du 6 août 1914 autorise la Trésorerie à émettre des billets de 1 £ et de 10 shillings, qui auront cours légal, un pouvoir libératoire illimité et les banques d'émission à émettre des billets au delà des limites légales; la partie de la loi de 1844 concernant l'émission des billets fut suspendue, il était laissé à la Banque et à la Trésorerie d'en

faire usage sans devoir en référer au Parlement[1]. Les Banques privées et les Caisses d'épargne purent recevoir des avances en *currency notes* par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre jusqu'à concurrence de 20 0/0 de leurs dépôts, au taux officiel d'escompte. La Banque d'Angleterre ne fit pas usage de la suspension du *Bank Act* : elle émit £ 16.625.000, du 22 juillet au 2 septembre, de billets qui furent couverts intégralement en or.

Les *Treasury notes*, dont le porteur pouvait obtenir le remboursement en or à la Banque d'Angleterre, constituent une dette flottante ayant priorité sur toutes les autres charges statutaires ou non.

A la réouverture des banques le 7 août, toute panique avait cessé. Le public savait qu'il n'y aurait pas disette d'instruments de paiement[2].

Les banques acceptèrent entre elles des *Clearing house certificates*. Nous mentionnons les divers moratoires dont quelques-uns prirent fin le 4 novembre. Les banques y avaient renoncé dès le mois de septembre ce qui aurait justifié le retrait

1. Le Bank Act fut suspendu trois fois avant 1914. En d'autres termes, la Banque fut autorisée à émettre des billets sans couverture d'or, pour plus de 18.450.000 £, à condition de transférer au département de l'émission des fonds publics, pris dans le Banking Department.

2. 23 Juillet : Ultimatum autrichien.

1er Août : Déclaration de guerre à la Russie, mobilisation en France.

4 Août : Intervention britannique.

31 Juillet : Fermeture de la Bourse, où, depuis le 20 juillet, le Consolidé a baissé de 6 points, la Rente Française de 5.

1-7 Août : *Bank Holiday*.

6 Août : Loi créant les *Currency Notes*.

des billets du Trésor, comme le conseilla l'*Economist* à cette époque et aurait évité l'existence d'un papier nouveau qui fut une source d'inflation et dont le retrait sera onéreux.

Ce furent principalement les caisses d'épargne qui profitèrent de la facilité d'obtenir des *billets du Trésor*, comme on le voit dans le tableau ci-dessous. Depuis 1920, elles n'y ont plus recours.

En mille livres		Avances		Fonds de remboursement				
Date	Billets émis	Banques	Caisses d'épargne	Or	Billets banques Angleterre	0/0	Fonds publics	à la Banque d'Angleterre
	£	£	£	£	£	0/0	£	£
Août 26 1914.	21,535	302	3,810	..	..	..	..	11,423
Déc. 30 . . .	38,478	169	600	18,500	..	48,1	9,924	9,286
Déc. 29 1915.	103,125	159	249	28,500	..	27,6	54,621	20,536
Déc. 27 1916.	150,144	64	40	28,500	..	19,0	118,102	6,868
Déc. 26 1917.	212,782	39	675	28,500	..	13,4	186,637	5,486
Déc. 31 1918.	323,242	..	570	28,500	..	8,9	305,133	4,566
Mars 26 1919.	328,064	..	500	28,500	..	8,7	308,577	5,413
Juin 25 . . .	342,310	..	360	28,500	..	8,3	327,321	3,271
Oct. 1. . .	335,021	250	320	28,500	1,350	8,9	317,536	3,589
Déc. 31 . . .	356,152	250	245	28,500	4,000	9,1	337,537	2,802
Mars 31 1920.	335,372	..	190	28,500	5,900	10,0	313,370	2,981
Juin 30. . .	357,356	..	190	28,500	13,400	11,7	331,660	305
Sept. 29. . .	353,795	..	..	28,500	18,700	13,3	322,425	385
Déc. 29. . .	367,626	..	..	28,500	19,450	13,0	336,504	134
Mars 16 1921.	338,086	..	..	28,500	19,450	14,2	305,397	153

Dès qu'il le fut possible, le Gouvernement institua une réserve d'or en vue du remboursement futur. Le 30 décembre 1914, elle était de £ 18.500.000, soit 48 0/0 de l'émission. Les émissions augmentant, on la porte à 28 millions et demi, chiffre auquel elle est restée. En 1919, on y a ajouté une réserve en billets de la Banque d'Angleterre remboursables en or, qui est de 19.450.000 £ et avec l'or représente 14 0/0 de l'émission au 16 mars 1921.

En 1919, sur la recommandation du *Committee on Currency and Foreign Exchange*, il fut décidé qu'on limiterait à l'avenir, l'émission fiduciaire des *Currency Notes* (c'est-à-dire la partie couverte uniquement par les fonds publics déposés, non par de l'or ou des billets de la Banque d'Angleterre) au chiffre maximum atteint dans l'année antérieure, soit £ 320.600.000 en 1920, 317.555.200 en 1921. C'est un procédé automatique de ne pas laisser accroître le papier monnaie. Celui-ci n'a pas été populaire au début. Si des billets de £ 1 avaient existé ou si l'émission en eût été légale comme en Ecosse et en Irlande, on aurait pu ne pas créer des billets du Trésor.

Billets de la Banque, billets du Trésor durant tout le cours de la guerre ont continué à être remboursables en or. Le public, à la suite de la propagande patriotique, s'est abstenu de venir présenter ses billets d'autant plus que ceux qui ont cherché à se procurer de l'or pour la refonte et l'exportation ont éte soumis à une surveillance. Pendant la guerre, l'exportation de l'or n'a pas été défendue à

cause de l'élévation du fret et du coût de l'assurance qui agissaient d'une façon prohibitive. En 1919, l'exportation de l'or sans licence a été prohibée.

Nous avons expliqué plus haut le mécanisme par lequel l'inflation s'est infiltrée dans l'organisme anglais, d'une façon moins visible et plus subtile qu'en France et qu'en Allemagne. La création de £ 360 millions de *Currency Notes* y a contribué. Mais ce sont surtout les créations de crédit, consécutives aux paiements faits au compte de l'Etat et par celui-ci, qui ont amené la hausse des prix, des salaires, tous les phénomènes dont les professeurs Shield Nicholson, Pigou, Cannan ont signalé les progrès et les dangers.

Chronologiquement, l'accroissement des signes monétaires et des moyens de payement a précédé la hausse. Au début, la période d'incubation a duré cinq mois. L'inflation a eu sa source dans l'énorme développement du crédit gouvernemental qui n'est devenu utilisable que morcelé en instruments de payement. Les dépôts dans les banques ont augmenté surtout par suite des augmentations d'avances plus que par suite des épargnes.

On peut suivre dans le bilan des banques la répercussion des opérations de crédit de l'Etat et suivre le développement de l'inflation en étudiant les différents chapitres. On invoque les changes étrangers comme la véritable mesure de la dépréciation de la monnaie nationale ; on trouverait une indication analogue en comparant les valeurs et les

quantités de marchandises importées de première nécessité comme le blé, la viande, le sucre, le thé, le coton, la laine en 1913 et en 1919. On sera effrayé de la comparaison.

Aujourd'hui on condamne, sinon la création des *Treasury Notes*, du moins leur maintien en 1915 et l'abus relatif qu'on en a fait.

L'Angleterre, à en juger par les manifestations de l'opinion publique, par l'avis des hommes d'affaires et même d'une commission d'étude instituée par le *Congrès des Trade Unions*, est en faveur d'un retour à la bonne et saine monnaie. Comme l'a écrit le professeur Nicholson, dans son volume sur l'inflation : *We want to get back not only to hard money, but to hard thinking. We must realise that waste of war can be made good by hard Work and not by soft money.* « Nous avons besoin de revenir non seulement à la monnaie *dure*, mais à la façon dure de penser. Nous devons comprendre que seul le travail dur peut corriger le gaspillage de la guerre, et que la monnaie molle (papier) est impuissante ».

C'est un symptôme à retenir que la limitation de la circulatien des *Currency Notes* et que les efforts pour rembourser et amortir la dette et pour mettre un frein aux avances de la Banque d'Angleterre.

Il ne faut pas oublier l'effort qu'a fait l'Angleterre en faisant payer 36 0/0 des dépenses par l'impôt et seulement 64 0/0 par l'emprunt. La richesse du Royaume-Uni était évaluée à £ 14.500 millions avant

la guerre ; en monnaie enflée, elle peut sembler de 24.000 millions ; elle a diminué du milliard de titres revendus à l'étranger, elle est grevée d'une dette d'un milliard envers l'étranger qu'elle n'aurait pas à supporter, si elle n'avait pas fait à ses alliés des avances de 1.666 £ millions pour les besoins d'une guerre commune contre un ennemi commun.

La première émission de bons du Trésor fut de £ 15 millions le 19 août 1914, le premier emprunt en 3 1/2 fut de 350 millions à 95. Il disparut en grande partie à la suite d'une conversion à rebours, lors de l'emprunt 4 1/2.

A la fin de décembre 1919, la dette anglaise s'élevait à 8.078 millions dont 19,39 0/0 à un an, 20,89 0/0 entre un et cinq ans, 55,41 entre cinq et soixante ans, 4,04 0/0 étaient perpétuels.

Depuis lors elle a été réduite à £ 7.735 millions, dont 3.127 millions pour la dette fondée et à long terme, 4.608 millions pour la dette à court terme et flottante. Le service de l'intérêt exige £ 340 millions, l'amortissement 210 millions.

Ces indications sur la dette publique, sont à leur place dans une étude de l'inflation [1].

1. Pour l'Angleterre, consulter :
Inflation, par Nicholson, chez P. S. King à Londres, 1920.
British War Finance, par Kiernan, chez le même, 1921.
English public Finance, 1688-1920, par H. Fisk, 1920.

CHAPITRE VI

La politique financière des États-Unis depuis 1914

Inflation due à la politique des Banques de réserve fédérale, agissant sous l'impulsion de la Trésorerie désireuse de placer ses emprunts. Terrain préparé au phénomène.

Le change des Etats-Unis qui leur avait été très défavorable au lendemain de l'explosion de la guerre parce que l'Europe rapatriait son avoir, cherchait à se créer des ressources en revendant des titres à New-York, ce qui fit fermer la bourse, et parce qu'il y avait des emprunts venant à échéance, le change s'est amélioré dès l'année 1915, en présence des besoins énormes de l'Europe qui, après avoir payé en or et en valeurs, a dû recourir à des opérations de crédit d'abord avec les ban-

quiers privés, puis avec le Trésor fédéral. Les énormes achats des alliés ont suscité une grande activité en Amérique. Les modifications introduites dans la législation sur les banques par la création du système des *Federal Reserve Banks* en 1913, la possibilité de réduire la proportion d'or nécessaire pour couvrir la circulation des billets, avaient facilité le développement des affaires. Le grand élément d'inflation a été l'exagération des facilités offertes aux souscripteurs des emprunts de guerre; le mot d'ordre fut : « empruntez et souscrivez » avec le résultat habituel d'un classement très médiocre.

Les *Federal Reserve Banks* ont été les agents du Trésor pendant la guerre. Elles plaçaient les *certificats de dette* qui étaient des anticipations sur les emprunts à émettre et qui étaient couverts, soit en espèces sur le produit des emprunts, soit en titres. Si le public avait absorbé les titres, il n'y aurait pas eu d'inflation; il n'y en aurait pas eu davantage, si le gouvernement n'avait pas toujours été en avance sinon sur la formation des épargnes, tout au moins sur l'absorption des emprunts. Il n'y eut peut-être pas directement d'émission de signes monétaires, de billets pour les dépenses de guerre des Etats-Unis. Mais sous le régime des banques fédérales de réserve, tout élargissement du crédit de banque a sa répercussion dans les *Federal Reserve Notes* qui sont un élément élastique dans le système monétaire des Etats-Unis. Le grossissement des dépôts, provenant du paiement de fournitures contre certificats de dette augmenta la

demande de signes monétaires. Les *Federal Reserve Banks* la satisfirent en émettant leurs billets. Elles provoquèrent même cette demande en accordant un taux de faveur au papier présenté par leurs membres, à condition qu'il fût accompagné comme *collateral* de titres de l'Etat. En escomptant dans ces conditions au-dessous du taux officiel, c'était adopter des pratiques de la Banque d'Espagne qui, afin d'assurer le succès apparent des emprunts espagnols, consentait à faire des avances à un taux inférieur au taux de l'emprunt.

On a évalué à quatre milliards de dollars le montant des titres mis en gage avec les *Federal Reserve Banks.*

On comprend aisément qu'une méthode de cette nature ait abouti à l'inflation. Celle-ci est apparente lorsqu'on constate que les prix ont augmenté de 165 0/0, la quantité de signes monétaires de 71 0/0, le mouvement des affaires de 13 0/0, les dépôts dans les banques de 120 0/0.

De 1916 à 1919, la dette a progressé de $ 971 millions à 25.234 millions. Il a été remboursé 1.500 millions dollars.

En 1921, le *Federal Reserve System* a montré une tendance au dégonflement. La circulation de billets a diminué de 3.351 millions en octobre 1920 à 3.115 en janvier, son portefeuille de 3.098 millions à 2.651 millions, la diminution portant surtout sur les effets garantis par des fonds fédéraux.

M. Anderson, dans le bulletin n° 3 du *Chase National Bank* put observer que la politique de la

Trésorerie américaine d'emprunter à un taux inférieur à celui que la situation justifiait obligea les Banques du *Federal Reserve System* de maintenir bas le taux de réescompte tout au moins pour le papier d'origine gouvernementale, si elles ne voulaient pas contrarier la politique de la Trésorerie. Cette erreur de conduite dura jusqu'à la fin de 1919. Elle est responsable de la crise de 1920, qui a été la conséquence d'une inflation d'origine gouvernementale.

CHAPITRE VII

Russie

Tableau des émissions de papier monnaie, relativement modérées jusqu'à la chute du régime impérial et dont l'abus par les bolcheviques anéantit la valeur du rouble.

Nous ne saurions prétendre passer en revue dans un volume de 200 pages, l'ensemble des phénomènes qui ont constitué l'inflation dans tous les pays. On en trouvera un résumé fait par les soins du Secrétariat International de la Société des Nations et qui a paru en anglais et en français sous le titre *Currencies after the War*, en vente à Londres chez *Harrison*, 1920. C'est un tableau qui embrasse vingt pays. On y rencontrera des renseignements sur la situation en 1913 et en 1920.

Nous voulons cependant indiquer le dernier degré de l'inflation dans le monde : celui auquel

le gouvernement de Lenine a conduit la malheureuse Russie.

Au 16 juillet 1914, il y avait en circulation 1.633 millions R. de billets couverts par 1.604 millions or en caisse de la Banque de l'Etat et 140 millions à l'étranger. Durant les huit années et demie qui ont précédé la guerre la circulation avait augmenté seulement de 500 millions R., la couverture en or s'était accrue ; le change sur l'étranger était aux environs du pair, les relations entre le marché monétaire russe et le marché international étaient normales.

La guerre allait bouleverser tout cela. Le cours forcé auquel on avait échappé pendant la guerre du Japon, fut proclamé dès la mobilisation. La marge d'émission, en vertu de la loi de 1897, était de 300 millions R, c'est-à-dire que 300 millions pouvaient être émis à découvert d'or. Cette marge fut augmentée

Le 27 juillet 1914	de 1.200 millions
Le 17 mars 1915	de 1.000 —
Le 22 août 1915	de 1.000 —
Le 29 août 1916	de 2.000 —
Le 29 déc. 1916	de 1.000 —
Soit ensemble :	de 6.200 —

Les billets en circulation ont été de :

1.633 millions	le 16 juillet 1914
2.947 —	le 1er janvier 1915
5.617 —	le 1er janvier 1916
9.103 —	le 1er janvier 1917
18.917 —	le 23 octobre 1917
	Chute du gouvernement provisoire.

La moyenne de l'émission mensuelle, lente au

début et même jusqu'à la chute du gouvernement impérial, s'est précipitée depuis lors. Elle a été de :

210	millions		en 1914
223	—		1915
290	—		1916
423	—	janvier-février	1917
842	—	mars-juillet	1917 [1]

Il est inutile d'insister sur la hausse des prix qui fut vertigineuse et par suite de l'arrêt des importations et par suite de la crise des transports et par suite de la concentration de grandes masses de consommateurs. Cette hausse au début fut hors de proportion avec l'accroissement de la quantité de monnaie, mais celle-ci perdit de sa puissance d'achat à l'intérieur et fut soutenue artificiellement à l'étranger.

Le 25 octobre 1917, à la chute du gouvernement provisoire le total des roubles était de 18.917 millions, au 1er janvier 1918 il est de 25 milliards 461 millions. Il s'y ajoute 29.907 millions au cours de l'année 1918, ce qui fait commencer 1919 avec 55.268 millions.

Au 1er janvier 1920, d'après *M. Feitelberg*, le total serait de 224.626 millions, au 1er octobre 1920, de 637.697 millions R.

On comprend qu'à la fin de l'année, les communistes aient annoncé l'intention d'exécuter un de leurs principes, d'abolir la monnaie définitivement et de la remplacer par des cartes de travail, don-

1. Sous le bolchevisme, l'émission mensuelle moyenne fut de 2.908 millions, fin 1917 2.430 en 1918, 14.167 en 1919, 38.300 premier trimestre 1920.

nant droit à des fournitures gratuites dans les magasins publics. On ne sait pas quelle suite a eu ce décret. On ne se débarrasse pas si aisément de la monnaie, même là où elle a perdu toute sa force d'acquisition : un pantalon se vendait 200.000 R. à Pétrograd. Le commerce clandestin et illicite a fleuri vraisemblablement sous forme du troc avec un dénominateur commun.

Les communistes en sont arrivés en Russie à ne plus pouvoir satisfaire les besoins de signes monétaires.

	Demandé	Fourni
	—	—
30 XI 18	3.067 millions	2.057
30 XII 18	3.776 —	2.326
31 I 19	4.450 —	2.958
30 VI 19	11.042 —	7.963
39 IX 19	30.472 —	23.408

Les dépenses de l'année 1920 ont été estimées à 1.150 milliards, les recettes à 150 milliards, soit une insuffisance de *1.000* milliards.

Jusqu'au 1er avril 1921 il aurait été créé

Billets à l'effigie des tsars . . .	21.796 millions
Billets de la Douma.	40.356 —
Billets Kerensky	46.768 —
Billets des soviets.	830.777 —
	939.697 millions

Il faut ajouter

Ukraine	7.500 millions
Nord	450 —
Sibérie	11.500 —
Midi	30.000 —
Crimée	70.000 —
	119.440 millions

sans compter les billets locaux et les faux billets.

On comprend que sous cette quantité de papier inconvertible, la valeur du rouble se soit effondrée. C'est une victime de plus à ajouter à toutes celles du communisme sanglant[1].

1. Voir *Supplément russe de l'Agence Economique* du 7 juin 1921.

CHAPITRE VIII

L'inflation et les sociétés par actions

Le président du *Coliseum Syndicate*, qui exploite un théâtre, des salles d'exposition à Londres, après s'être félicité à l'assemblée générale de ses actionnaires, des accroissements de bénéfices qui viennent compenser l'accroissement des frais généraux et permettent de maintenir le dividende, ajoute :

« Le fait que la valeur représentée par notre dividende n'est pas ce qu'elle était, montre les difficultés qui attendent des entreprises dépendantes de la puissance de dépenses du public. Un épargniste peut retirer 25 0/0 de dividendes nominalement égaux à ceux du passé, mais ces 25 0/0 ne lui procurent pas le même pouvoir d'achat. Il n'a plus autant de monnaie *réelle* à dépenser. MM. Austen Chamberlain et Reginald Mac Kenna

ont expliqué que 200 liv. st. d'avant guerre sont l'équivalant de 500 £ d'aujourd'hui. 25 0/0 sur le même capital doivent devenir aujourd'hui 62.5 0/0 pour avoir la même efficacité. L'actionnaire est en déficit dans la mesure où l'ancien dividende n'est pas multiplié par deux et demi. Son pouvoir d'achat a diminué. Les affaires qui vivent de la dépense du public en souffrent. »

Ces observations justifient le conseil donné par le Chancelier de l'Échiquier aux entreprises par actions de ne pas augmenter leur capital, car la rémunération en valeur monétaire réelle non artificiellement gonflée, devient plus difficile; lorsque la déflation viendra, on regrettera d'avoir augmenté le capital normal. Il est vrai qu'on y a été amené par différentes considérations : on a dans beaucoup de cas procédé à des immobilisations soit pour étendre les installations, l'outillage, soit pour répondre à des besoins réels, soit pour échapper à l'impôt sur les bénéfices de guerre. Ayant transformé des capitaux de roulement en capitaux fixes, il a fallu faire appel au public pour donner des ressources liquides nouvelles.

Depuis que les gouvernements ont cessé de se réserver l'accès du marché des capitaux, il y a eu dans les différents pays une véritable ruée. Le chiffre des créations de sociétés aux États-Unis a été de $ 2.600 millions en 1918, 12.678 en 1919, 14.900 en 1920. En même temps les augmentations de capital ont été en millions dollars :

	1918	1919	1920
	—	—	—
Actions	298	1.597	1.157
Bons à court terme.	697	735	936
Obligations	349	689	1.013
	1.344	3.021	3.106

En Angleterre, il a été émis £ 63.333.000 en 1918, £ 237.541.900 en 1919, £ 384.211.000 en 1920. Les grands emprunts de l'État ayant cessé et les placements à l'étranger n'ayant pas commencé, ce sont des besoins de l'industrie et du commerce, intensifiés par une fièvre de spéculation, qui se sont adressés au marché.

En Allemagne, on trouve en millions de marks :

	Actions	Obligations	Total
	—	—	—
1919. . . .	1.510	388	1.898
1920. . . .	9.755	1.759	11.514

En France, le total, sans les emprunts de l'État et sans les 8 milliards du Crédit National, a été [1].

	1918	1919	1920
	—	—	—
Actions. . .	618	1.514	5.000
Obligations.	1.130	3.742	4.000
	1.748	2.556	9.000

Multiples sont les raisons qui ont amené ces demandes de capitaux : il y a eu la réadaptation de l'outillage et des installations d'une fabrication de guerre à une fabrication de paix. Sous le régime de l'inflation, l'industriel avait cessé de rechercher des débouchés, trouvant preneurs dans

1. Nous empruntons ces données à la *Situation Economique et Financière*, 25 mars 1921.

l'État ou étant assuré de vendre à la consommation affolée. Les fabricants et les commerçants ont eu tendance à accumuler de gros stocks qui ont fini par devenir très lourds. Le développement des émissions ne répond pas à une situation brillante, mais simplement à ce que pour faire marcher les entreprises, il faut des fonds de roulement considérables, supérieurs aux ressources que le crédit en banque peut procurer.

Lorsque l'inflation disparaîtra, la situation des actionnaires dont les dividendes se ressentiront de la difficulté de rémunérer des capitaux grossis par les augmentations faites au cours des années d'abondance, sera moins belle. Les obligataires qui ont touché des revenus fixes profiteront de l'augmentation de valeur des intérêts.

LIVRE IV

La Déflation

CHAPITRE PREMIER

Le croquemitaine de la déflation

L'inflation est construite sur le vide : un jour ou l'autre, ce château de cartes doit s'écrouler : l'expérience est universelle et implacable.

Si la France a émis beaucoup de billets de banque, elle n'est pas le seul pays qui ait employé des procédés d'inflation. Nous venons de prouver que tous les pays y ont eu recours [1].

La crise inévitable a commencé par les États-Unis et le Japon [2].

Au mois de mai 1920, des banques américaines avaient fait des prêts sur d'énormes stocks de soie et les banques japonaises s'étaient également

1. *Journal des Économistes*, octobre 1919, *l'Illusion fiduciaire et la Réalité économique*.

2. *Journal des Économistes*, février 1921, *la Soie au Japon et aux États-Unis*, par L.-B. Gottlieb.

engagées sur des stocks de soie destinés aux États-Unis.

Au commencement de mai, la *Kansas City Bank* arrêta un emprunt anormal de certains de ses *Members Banks*. Les banques élevèrent le taux de leurs avances ou les firent cesser.

Ce fait provoqua une crise à Yokohama; la soixante-quatrième banque de Yokohama suspendit ses payements pour trois semaines. La bourse de Tokio fut fermée à la fin du mois.

Les États-Unis devaient faire au Japon de grosses exportations d'acier, de cuivre et d'étain : ces exportations furent arrêtées ; cet arrêt provoqua une baisse sur le marché américain. Ce fut la crise qui, des Etats-Unis, s'étendit à l'Europe.

Du 1er mai au 29 mai, le cuivre tomba de £ 121 à £ 90; l'étain de £ 418 à £ 270; le zinc de £ 61 à £ 43 ; le plomb de £ 51 à £ 35[1].

La hausse continue des marchandises, avec un très petit nombre de faillites, avait donné une confiance qui a disparu dès que la liquidation a commencé. L'homme est de la grande famille des moutons de Panurge : tout le monde achète, donc il faut acheter, et des banquiers qui doivent être des observateurs et des calculateurs, obéissent et contribuent à ces impulsions.

La dépression survient, les prix baissent. Il y aurait donc moins de risques à faire des avances

1. *Journal des Economistes*, 15 juin 1920, *Baisse des prix et Baisse des changes.*

plus larges sur des marchandises dont la valeur est plus basse. Il est moins dangereux d'ouvrir des crédits sur du cuivre à £ 95 qu'à 120. Les banques qui avaient prêté sur du cuivre à £ 120 refusèrent quand il tomba à £ 95. Elles craignaient que le mouvement de baisse ne continuât en s'accélérant.

Cette baisse de prix arrêta la production ; on voulut se débarrasser des stocks dont le prix de revient était élevé, mais ceux qui pouvaient acheter attendirent que la baisse de prix atteignît son étiage. L'arrêt dans les ventes restreignit les disponibilités des industriels et par conséquent leurs moyens d'achat, en même temps que les banques resserraient leurs crédits. C'était la crise[1].

En France, elle a pris diverses formes. Nous avons vu que des entreprises, des magasins, des banques avaient profité de l'inflation pour augmenter leur capital dans d'énormes proportions ; c'était pour certains d'entre eux, un moyen de se procurer des capitaux dont ils avaient besoin ; mais ces capitaux pèsent sur leur avenir, car il faudra les rémunérer. Reste la question de savoir s'ils ne sont pas disproportionnés aux débouchés possibles.

— La baisse ! quelle calamité ! disait-on en chœur dans le monde des affaires, alors que chacun se plaignait de la hausse quand il était rentré chez lui. Et on entendait des apologies de l'inflation.

1. *Journal des Économistes*, 15 juin 1920 : *Baisse des prix et baisse des changes.*

L'inflation assurait des hauts cours à la Bourse. Quand l'étranger pouvait se procurer sur le marché de Paris des titres en payant 60 0/0 au-dessous de la valeur de la livre ou 73 0/0 au-dessous de la valeur du dollar, il n'hésitait pas à acheter. Il avait des chances d'un gain énorme.

Si le change baisse, cette différence disparaît; donc l'étranger s'abstient, ce sera l'effondrement des cours, et ce sera une débâcle à la Bourse!

Et alors, des gens, les yeux tout ronds et les lèvres émues, dénonçaient le péril de la déflation.

— Mais est-ce qu'on a mis au pilon quelques-uns des 40 milliards de billets de banque que la Banque de France est autorisée à émettre.

— Non.

— Alors, en France, il n'y a pas de déflation?

— Tout de même. Les moyens de payement manquent.

— Vraiment?

Et voici le raisonnement qu'on entendait tenir :

— Depuis le mois de mai, mon portefeuille a diminué des 3/4. Que sont devenus les billets de banque avec lesquels j'ai acheté des valeurs?

— Mais combien avez-vous acheté de ces valeurs à leur prix maximum?

Pas de réponse.

— Vous en avez probablement vendu pour vous assurer un bénéfice. Et vous avez reçu des billets de banque que vous avez peut-être mis en réserve pour attendre une occasion propice qui résultera de la baisse. Donc vous n'avez pas à vous

inquiéter ce que sont devenus les billets de banque de ceux qui ont acheté les valeurs au maximum des cours qu'elles n'ont pas conservé longtemps. Ils ne sont pas sortis. Vous aviez acheté ces valeurs à un prix X; vous avez profité de la hausse qui s'est produite en voyant avec satisfaction monter le cours sur les cotes. La baisse est venue. Vous n'avez rien perdu sur la hausse, toute la question est de savoir si le cours actuel est inférieur au prix auquel vous avez acheté. Cette différence seule constitue une perte pour vous.

— Mais il y a des billets de banque qui avaient servi à acheter la plupart des valeurs. Ils n'ont pas disparu, ils ne sont pas tous dans les bas de laine des agriculteurs; et on en manque. Ils ont dû servir à acheter des devises étrangères. Alors ils ne sont plus dans la circulation française; c'est pourquoi il faut une nouvelle émission de billets de banque!

— Vous allez porter à 50 milliards le chiffre des billets. Vous prétendez qu'alors l'Etat pourra payer tandis qu'il est actuellement embarrassé pour payer. Mais quel sera le change? Qu'est-ce que vous pourrez acheter à l'étranger? Avez-vous l'Autriche pour idéal? La couronne au pair valait franc 1.05. Maintenant, il faut payer une livre sterling plus de 2.271 couronnes, un dollar plus de 644 couronnes, une chemise 654 couronnes et une paire de chaussures 1.180 couronnes[1]!

1. *La situation de la République autrichienne,* par A. Raffalovich, *Journal des Économistes*, février 1921.

Les protectionnistes reprenaient les vieux arguments de la Ligue bimétalliste en faveur de la monnaie dépréciée; barrière contre l'importation, prime pour l'exportation[1]. Ils s'étalent dans le rapport de M. H. Chéron sur le budget des dépenses recouvrables (19 mai 1921).

Tous les partisans de l'inflation, si divers que fussent les motifs qui les animaient, avaient un argument commun : le manque des moyens de payement.

Et il y a 38 milliards de billets de banque émis, soit, pour 40 millions d'habitants 950 fr. par tête, sans compter les virements et la chambre de compensation.

Ces moyens de payement ne suffisaient pas à rassasier la boulimie inflationniste. Le 22 février, le bruit était répandu en bourse, d'une augmentation de l'émission des billets de banque. Ce fut démenti immédiatement; mais, dans les milieux politiques et financiers, on continua de parler avec insistance, comme d'un fait nécessaire, de l'émission de 10 milliards de francs de billets.

Il fallut une note catégorique publiée le 3 mars par la Banque de France pour mettre fin à cette fausse nouvelle.

On disait pour justifier cette nouvelle émission, que des banques, des établissements industriels manquaient de moyens de payement. Maintenant, malgré la discrétion qui a couvert les infortunes

1. V. *infrà*, Liv. IV, ch. IV.

de certains d'entre eux on sait pourquoi. Les instruments de payement ne leur faisaient défaut que parce qu'ils s'étaient chargés de toutes sortes d'engagements — sans compensation.

On disait que la Banque de France avait refusé des payements : mais pourquoi? et à qui? Et ceux qui demandaient du papier voulaient, pour combler leurs déficits, du papier en échange duquel ils n'avaient à offrir que leurs découverts.

Des émissaires, plus ou moins intéressés, de braves gens qui sont toujours prêts à annoncer des périls de tout genre, s'en allaient, cachant ou ignorant les véritables causes de ces alarmes, mais mettant en avant une question propre à émouvoir les « cœurs sensibles » et à épouvanter les poltrons :

— C'est le chômage ! Prenez garde!

— Est-ce qu'en augmentant par une nouvelle inflation le prix des objets vous aiderez à liquider les stocks?

— Mais cela permettra de donner de l'ouvrage aux ouvriers?

— A qui donnerez-vous cette permission? à ceux qui, enivrés par l'inflation, se trouvent actuellement acculés : et vous voulez procurer à ces victimes de la crise qu'ils ont provoquée les moyens de l'aggraver.

Alors, ils s'écriaient :

— Et le budget? comment voulez-vous payer un budget de 58 milliards?

— Pardon? mais l'inflation actuelle ne vous permet pas de payer les 58 milliards.

— C'est pour cela qu'il faut faire de nouvelles émissions.

— Pour déprécier les billets existants, augmenter le change et parcourir une nouvelle étape vers une situation analogue à celle de l'Autriche?

Les monomanes, persécutés par le délire de la déflation, montraient la netteté de leurs conceptions en évoquant le péril d'une déflagration instantanée, opérée par un coup de baguette magique.

Un professeur d'économie politique à la faculté de Caen, M. Nogaro, terrifié par l'éventualité de la baisse des prix, suppliait « qu'on ne retirât pas brusquement de la circulation, 20 milliards de billets[1]. »

Hélas! il est facile d'émettre 20 milliards de billets de banque, mais M. Nogaro n'indiquait pas comment l'Etat pourrait les mettre au pilon du jour au lendemain.

M. Nogaro demandait au gouvernement de « différer la consolidation intégrale de la dette flottante : celle qui correspond à la majeure partie tout au moins des avances de la Banque ».

Si l'opération était possible, nous demanderions au contraire, de la hâter.

L'expérience britannique de la déflation est rassurante. Voir *suprà*, Livre II, chapitre II.

1. *Le Monde nouveau*, juillet 1919 et *l'Information*, 29 mai 1920.

CHAPITRE II

Les Arguments de Mac Culloch

Les arguments que les inflationnistes font valoir sont bien connus. Ce sont toujours les mêmes. Ils ont été fort bien résumés par le secrétaire de la Trésorerie américaine, Mac Culloch, en 1865.

Voici le résumé des objections des inflationnistes et les réponses qu'il exposa dans son rapport au Congrès :

1° Les prix baisseront, la répercussion de la baisse sera préjudiciable, sinon désastreuse et elle aboutira vraisemblablement à une crise financière.

Réponse. — Le prix des articles de première nécessité est si élevé, qu'il est ruineux pour le

consommateur, notamment les personnes qui ont un revenu fixe et modéré, ainsi que pour les classes les moins aisées. L'intérêt et les nécessités absolues des masses exigent la baisse des articles qui leur sont indispensables. Quant au commerce, il n'a pas de raison d'appréhender l'adoption d'une politique qui pourrait amener une réduction de prix assez rapide pour être gênante. La reprise des payements en espèces (car c'est toujours de celle-ci que parle Mac Culloch) ne ramènera pas les prix au niveau d'avant-guerre. Seulement, plus l'assainissement est retardé, plus forte sera la baisse ultérieure et plus sérieuses seront les conséquences.

2° La *contraction* monétaire réduira les recettes publiques.

Réponse. — Elle pourrait avoir cet effet immédiat, mais seulement temporairement. La baisse des prix entraînera le développement de la consommation et les taxes spécifiques donneront des plus-values. Elles se payeront d'autant plus aisément que le train de vie serait allégé.

3° Elle compromettrait le crédit public en empêchant la consolidation.

Réponse. — Il n'y a pas de motif sérieux de le redouter. Comment des opérations de consolidation peuvent-elles être facilitées par des prix élevés? Comment le crédit de l'Etat peut-il être rétabli en perpétuant le cours forcé?

4° Le gouvernement et les particuliers endettés

seraient obligés de payer en une monnaie plus coûteuse que celle qu'il ont reçue en contractant les dettes.

Réponse. — C'est avec la prime à l'exportation, résultant de la dépréciation de la monnaie nationale au dehors, le grand argument des inflationnistes qui veulent apitoyer le monde sur le préjudice subi par les débiteurs. Il ne s'agit naturellement que de ceux qui ont contracté des obligations postérieurement à l'explosion d'inflation. On peut faire observer tout d'abord que beaucoup de dettes ont été remboursées au cours de la guerre[1]. Il est certain que si un *Farmer* devant $ 1.000 ne reçoit plus que $ 1 au lieu de $ 1,50 pour son *bushel* de blé, l'acquittement de la dette sera plus onéreux à moins que les frais de production et le coût de la vie ne diminuent.

La dilution de la monnaie, l'inflation, a eu pour conséquence de transférer beaucoup de richesse des créanciers aux débiteurs, et cela, sans équivalent ni compensation. La contraction, la restriction, aura l'effet opposé, elle amènera un transfert des débiteurs aux créanciers, si les dettes sont postérieures à l'inflation.

L'émission de billets à cours forcé pour le compte de l'Etat est une forme très lourde d'im-

1. Ce fut le cas aussi en France. Beaucoup d'emprunts hypothécaires ont été remboursés. Une grande partie des transactions se sont faites au comptant.

pôt. Le créancier en paye une partie en recevant moins pour ce qui lui est dû. Durant la dépréciation monétaire, le commerçant exige davantage de l'acheteur, pour couvrir ses pertes éventuelles et les risques. Une autre portion incombe au débiteur, lorsqu'il rembourse sa dette si la force d'acquisition de la monnaie augmente et que les prix baissent.

La résistance des débiteurs à la réforme est obstinée.

5° La réforme monétaire sera préjudiciable aux ouvriers dont les salaires baisseront.

Réponse. — La mauvaise monnaie, celle qui perd de sa puissance d'achat et qui est sujette à des oscillations, leur est nuisible. Le travailleur dépend de son salaire quotidien ou hebdomadaire. La question vitale pour lui, c'est ce qu'il peut acheter. A ce titre, il est intéressé à recevoir et à payer en un signe monétaire stable, susceptible de lui procurer le maximum de marchandises ou de services.

L'ouvrier travaille pour avoir ce qu'il consomme. Tout ce qui abaisse les prix tend à accroître le salaire réel, tout ce qui les augmente le diminue. Les prix de ce qu'achète l'ouvrier haussent dans les périodes de mauvaise monnaie, plus vite que les salaires.

Aux Etats-Unis, de 1860 à 1865, l'ouvrier a vu la force d'acquisition de son salaire décroître, si bien qu'en 1865 il a travaillé pour les quatre

cinquièmes du salaire réel de 1860. En 1890, la capacité d'achat du salaire avait augmenté de 75 0/0.

6° La réduction de la monnaie, l'assainissement de la circulation, en diminuant les exportations, en augmentant les importations, aura un effet favorable sur le change.

Réponse. — En 1861, Mac Culloch fait observer que la détérioration du change stimulera l'exportation, réduira les importations, mais que cet avantage est contrebalancé par un accroissement de dépenses pour l'Etat et les particuliers, et cela pour la cause même qui agit sur le change. La hausse des prix des Etats-Unis en 1861, malgré la désorganisation du change, entrava l'exportation, stimula l'importation, créa un solde en faveur de l'Europe et fut un obstacle à la reprise des payements en espèces.

A ces arguments du secrétaire de la Trésorerie américaine, que les événements survenus depuis soixante ans ont confirmés, on peut en ajouter d'autres fondés sur l'observation des phènomènes économiques.

La prime à l'exportation par suite de l'avilissement de la monnaie est très passagère, à moins de s'aggraver constamment. L'écart favorable à l'acheteur étranger disparaît dès que le change devient plus stable. Le bénéfice va rarement aux producteurs : il est intercepté en route.

Cette facilité passagère d'exportation coûte tres

cher : un pays à monnaie surabondante, à change avarié, est dans un état anormal. On s'est fait illusion lorsque cet état morbide a été celui de pays à grand développement comme l'Amérique du Nord après la guerre de Sécession, comme la Russie, comme l'Argentine. Avec un change meilleur et stable, ils auraient acheté à meilleur marché l'outillage nécessaire et emprunté à meilleur compte.

Au point de vue des finances publiques, y a-t-il quelque chose de pire que l'incertitude résultant des fluctuations du change, quand il existe une dette extérieure libellée en monnaie étrangère et que la monnaie nationale est dépréciée.

Ce fut l'un des grands mobiles de la réforme monétaire russe, que de donner la sécurité et la stabilité au budget, au commerce, de permettre l'arrivée de capitaux en Russie, en leur assurant les conditions du rapatriement.

Un pays possédant une bonne monnaie s'enrichit.

Les difficultés avec la main-d'œuvre sous le régime de l'inflation, celle du ravitaillement alimentaire et industriel ont des répercussions que ne compense pas le soi-disant avantage résultant de l'incitation à exporter. L'instabilité des prix rend difficile la conclusion des marchés de longue durée[1].

1. Un argument capital en faveur de la déflation, c'est qu'il existe, en France, une dette etrangère de 30 milliards de francs au pair, de 90 milliards au cours du change.

En 1894, le gouvernement indien déclara qu'un pays ne fait pas de bénéfice dans le commerce international, par la dépréciation de l'étalon monétaire, et que le surplus de prix qu'il reçoit en apparence pour ses exportations est compensé par l'excédent qu'il paye pour ses importations.

Le producteur d'articles exportés peut faire un bénéfice accidentel et temporaire, aux dépens de ses ouvriers et de ses autres créanciers qu'il paye en monnaie intérieure.

Ce bénéfice temporaire est compensé par une tendance à la surproduction, à des réactions, à des crises, par la possibilité de baisses et de hausses soudaines qui déjoueront les prévisions, rendant plus difficiles les relations entre des pays qui n'ont pas le même étalon.

Dans les pays à change avarié, comme le furent le Japon, les Indes, la Chine, qui profitaient soi-disant de la prime à l'exportation, la condition des ouvriers ne s'était pas améliorée. Le salaire réel s'était ressenti de la détérioration de la monnaie.

Après avoir pris connaissance du rapport de Mac Culloch, la Chambre des représentants, en 1865, vota une résolution adoptant les vues du secrétaire d'Etat sur la nécessité de restreindre la

M. Chamberlain, en exposant le budget de 1921-22, a insisté sur la nécessité de se débarrasser de la dette extérieure qui draine les ressources nationales, déprécie le change, affaiblit le pouvoir d'achat et ruine le crédit public et privé dans le monde.

circulation en vue de la reprise des payements en espèces, aussitôt que la situation du pays le permettrait[1].

1. M. Fernand Maroni, dans le *Journal des Débats*, notamment le 12 et le 19 mars 1921, avec son acuité habituelle, a montré le péril de l'inflationnisme, qui aboutirait à la dépréciation voulue du franc. Pour être efficace, il faudrait pour assurer le succès de cette détestable politique, pour rendre le nouvel étalon efficace, prendre les mêmes mesures que celles qui seront nécessaires pour le retour à l'ancienne bonne monnaie. Il n'y a pas d'encaisse métallique qui puisse résister, si le solde du doit et avoir international est passif d'une façon continue. Il ne s'agit pas de la balance commerciale. Il faut que les capitaux étrangers déposés dans le pays puissent être retirés sans perturbation, en cas d'affaiblissement du franc. Si celui-ci signifie la stabilisation temporaire du change, il y aura l'exode d'une partie des capitaux placés en bons de la Défense nationale. Les inflationnistes, qui ont la phobie de la déflation, ne semblent pas avoir envisagé toutes les répercussions.

CHAPITRE III

Les moyens de déflation

L'enquête de la Société des nations a constaté, sous une forme discutable les vices de l'inflation : mais nul ne peut contester cette conclusion :

Partout la désorganisation de la monnaie et le désordre du change entravent le commerce et retardent la reconstitution économique. Il y a même des pays où cette perturbation est un élément essentiel de l'effondrement économique et social[1].

Quel plan de réforme a-t-elle proposé. Ici vient la déception de tous ceux qui demandent une panacée immédiate.

Sans doute la méthode pour revenir à la saine

1. *Journal des Economistes*, 15 octobre 1920, v. l'*Enquête de la Société des Nations*, par Raffalovich.

monnaie est quelque chose de connu: mais les éléments avec lesquels on pourrait établir des fondements solides et stables sont encore dans un état de déliquescence, de fluidité. On ne peut toucher à la circulation, que lorsqu'un minimum de stabilité est obtenu et il ne peut l'être qu'à condition de consolider les finances de l'Etat. Pour assainir la monnaie, il faut au préalable assainir celles-la, diminuer l'endettement envers l'étranger, mettre un terme à la thésaurisation du papier monnaie national et étranger, et circonstance aggravante de la situation présente, être fixé sur les effets des clauses économiques et financières des traités de paix.

Au congrès des banquiers allemands tenu en octobre 1920 à Berlin, le rapport qui a attiré le plus d'attention a été celui de M. Warburg sur les conditions préalables de l'assainissement monétaire. « Il a exposé les éléments qui interviennent pour déterminer la valeur intérieure de la monnaie et celle du change. Avec beaucoup de force, il a insisté sur le rôle des facteurs économiques et financiers dans l'amélioration de la circulation et sur la stérilité des mesures purement techniques, qui sont de simples palliatifs sans effet durable. Le salut d'un pays dans ce domaine n'a jamais été la conséquence de dispositions législatives. Si nous comprenons bien ce qu'a dit M. Warburg, il ambitionne moins le retour à l'ancienne parité du mark que la stabilité sur un niveau plus élevé que le cours actuel. Il a énuméré les conditions préa-

lables d'un relèvement : à l'intérieur, l'ordre, la sécurité, l'équilibre budgétaire, obtenu par de sérieuses économies, la suppression des allocations de chômage et des secours de vie chère, la restriction des importations d'articles de luxe, le développement des exportations de produits ouvrés et manufacturés, et à cet effet la fourniture par priorité aux industriels, de combustible, de matières premières, l'organisation des crédits de finition, crédits garantis aux fournisseurs de matières premières, qui sont à réexporter après transformations. Enfin il demande l'introduction à toutes les bourses du marché à terme sur les devises étrangères.

« La Reichsbank devra modifier la contexture de ses bilans hebdomadaires, indiquer séparément les effets du Trésor, les effets de commerce allemands et étrangers, les soldes des comptes allemands et étrangers. Il est indispensable de connaitre dans quelle mesure l'État et les particuliers ont recours à la Reichsbank. Le cours forcé, le non remboursement des billets en or doit être maintenu. Les billets des caisses de prêts ne doivent plus figurer comme partie de l'encaisse et couvrir une émission triple de billets de la Banque. Les caisses de prêts doivent cesser de faire des avances, entrer dans une liquidation graduelle. Le papier monnaie de l'Etat, certificats de caisse d'Empire, n aura plus cours forcé ; il devra être retiré de même que tous les succédanés exceptionnels (villes, fabriques, etc.). Si néces-

saire, on fabriquera davantage de petites coupures et de billon. Il existe déjà 53.300.000 marks de pièces d'aluminium, 7.800.000 marks en fer, 56.800.000 en zinc, ensemble 181.200.000 marks de pièces autres que du nickel et du cuivre. »

Nous laissons de côté ce qu'il a dit du traité de Versailles et nous en revenons aux termes généraux de son rapport. Le moment d'un emprunt spécialement consacré à l'assainissement monétaire n'est pas venu. Un emprunt international même pour des objets productifs, ne sera acceptable pour l'Allemagne qu'après atténuation des exigences du traité de Versailles. L'organisation d'un système de crédit international pour l'échange des marchandises semble soulever des objections.

M. Warburg a passé en revue les différents palliatifs et expédients, tels que la suspension de l'intérêt des emprunts de guerre, la dévalorisation (réduction de la valeur du mark), billets de rente, signes monétaires nouveaux privilégiés, billets avec garantie hypothécaire (hommage à une idée de John Law !), rétablissement de la réglementation des opérations de change, Banque spéciale économique d'Empire. S'il s'en trouve dans le nombre qui ne soient pas dangereux et inefficaces, la mise en œuvre en serait prématurée. En tout cas, il faut écarter avec énergie toute espèce de banqueroute publique comme moyen de salut. Une chambre de compensation internationale pour les échanges commerciaux ne rendrait pas les services attendus. Il faut repousser la création

d'une banque d'émission mondiale, rejeter toute idée de contrôle financier international.

Si avantageux qu'il puisse être de consolider les marks se trouvant à l'étranger, il n'est pas encore possible de présenter un plan d'ensemble. On doit souhaiter la collaboration du capital étranger, mais prendre des précautions pour qu'il ne puisse dominer par la majorité des actions dans les entreprises.

Tant que le chiffre des réparations n'est pas fixé, on ne saurait procéder à la consolidation de la dette flottante. Celle-ci peut être facilitée par la prompte rentrée du prélèvement sur les fortunes (*not opfer*). On ne peut procéder simultanément avec celui-ci à un emprunt forcé.

Le président du Crédit foncier de Prusse a insisté sur la nécessité de faire rentrer les impôts, notamment le prélèvement sur les fortunes. Les redevables paient en monnaie dépréciée. Plus il en rentrera, plus la situation s'améliorera. Les classes ouvrières supporteront plus aisément des taxes indirectes lourdes que les effets désastreux de l'inflation. M. Warburg, à la fin de la discussion, a repoussé énergiquement toute dévalorisation, toute atteinte à la valeur nominale du mark et il a rallié le Congrès à cette opinion[1].

1. A la fin d'octobre, l'encaisse de la Reichsbank était de 1.091 millions en or, 20.2 milliards de billets des Caisses de prêts et de papier monnaie; 47.2 milliards d'effets du Trésor et du Commerce; les billets en circulation sont de 62 milliards de Marks en 1920.

Nous avons donné le résumé du rapport de M. Warburg pour montrer comment on envisagait la question en Allemagne.

Nous publions les conclusions du rapport de Lord Cunliffe, ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre au nom du *committee on currency and foreign exchange after the war.*

Cette commission fut chargée d'examiner la condition où se trouvaient après la guerre, la circulation monétaire et les changes étrangers.

Voici le résumé de ses conclusions :

« *Avant la guerre*, le pays possédait un étalon d'or complet et réel. Les dispositions du *Bank Act de 1844* fonctionnaient automatiquement pour corriger le change défavorable et entraver une expansion non justifiée du crédit. *Pendant la guerre*, les conditions nécessaires au maintien de cet étalon ont cessé d'exister. La cause principale s'en trouve dans le développement du crédit résultant des emprunts faits par le gouvernement à la Banque d'Angleterre et aux autres banques pour les besoins de la guerre. L'émission non limitée des *Currency Notes* a été à la fois la conséquence inévitable et la condition nécessaire de cette croissance de crédit.

« A notre avis, il faut que, après la guerre, les conditions nécessaires au maintien d'un étalon d'or véritable soient restaurées sans retard. A moins que le mécanisme qu'une longue expérience a montré être le seul remède efficace contre une

balance défavorable du commerce, ne soit remis en fonctionnement, il y a un grand danger d'une expansion progressive de crédit qui aboutira à un drainage étranger d'or menaçant la convertibilité de nos billets et mettant en péril la position commerciale internationale du pays.

« Les conditions préalables du rétablissement du véritable étalon d'or sont :

a) La cessation des emprunts gouvernementaux aussitôt que possible après la guerre. Nous recommandons qu'à la date la plus rapprochée, il soit créé un fonds suffisant alimenté par les recettes en vue de l'amortissement (remboursement) de la dette, afin de réduire régulièrement, annuellement les engagements en capital, notamment ce qui constitue la dette flottante.

b) Le mécanisme reconnu, à savoir le relèvement et l'application efficace du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, qui avant la guerre agissait pour entraver le drainage d'or vers l'étranger et l'expansion spéculative du crédit à l'intérieur doit être maintenu en ordre de bon fonctionnement. Cette nécessité ne peut pas et ne doit pas être évitée par la tentative de continuer après la guerre de bonifier des taux différents d'intérêt pour les capitaux indigènes et étrangers[1].

c) L'émission fiduciaire de billets à découvert

1. Cette pratique avait été introduite pour attirer et maintenir les dépôts de l'étranger.

(sans contre partie métallique) doit être une fois de plus limitée par une loi. L'arrangement en vertu duquel les dépôts à la Banque d'Angleterre peuvent être échangés contre des *Currency Notes* à cours légal, sans affecter la réserve de la Banque d'Angleterre, doit cesser le plus tôt possible... Nous recommandons que l'émission de billets (excepté ce qui concerne les droits existants pour les banques privées et sous réserve de dispositions spéciales pour l'Ecosse et l'Irlande,) soit entièrement dans les mains de la Banque d'Angleterre. Ces billets devaient être remboursables seulement à Londres et avoir force libératoire (*legal tender*) dans tout le Royaume Uni.

« En ce qui concerne le contrôle de l'émission, la Commission est d'avis que tout en maintenant l'obligation de rembourser en or, à vue, billets de la Banque d'Angleterre et billets de la Trésorerie; il n'est ni nécessaire ni désirable de reprendre de bonne heure, la circulation intérieure de pièces d'or. Tandis que l'importation d'or sera affranchie de toute entrave, il y aurait avantage à faire connaître à la Banque d'Angleterre toutes les exportations d'or. Les exportations d'or seront subordonnées, à la condition que monnaies ou métal aient été obtenus de la Banque à cet effet. La Banque serait tenue de fournir l'or à exporter contre ces billets. En vue de retirer de l'or de la circulation, les réserves d'or du pays devraient être déposées dans une institution centrale. Les banques privées devraient transférer

l'or qu'elles détiennent à la Banque d'Angleterre[1]. »

La commission réagit contre les critiques formulées à maintes reprises à l'égard du *Bank Act de 1844*, en dernier lieu, par Sir Ed. Holden. Elle demanda le maintien du principe restrictif de la loi, la fixation d'une limite au delà de laquelle tout billet devait être émis seulement contre l'or; elle demanda le maintien de la division entre le département d'émission et celui de banque, de la forme actuelle des bilans hebdomadaires. Elle recommanda de maintenir en vigueur, avec les sauvegardes étroites contenues dans le *Currency and Bank Notes Act de 1914*, la faculté en cas de crises, d'accord avec la Trésorerie, d'émettre des billets temporairement au delà de la limite légale. Elle indiqua comme désirable d'atteindre pour la réserve d'or centrale tout d'abord 150 millions £, jusqu'à ce que ce chiffre eût été atteint et maintenu parallèlement avec une condition de change étranger satisfaisante, et de suivre la politique de réduire avec précaution le montant des *Currency Notes* sans couverture métallique.

« Lorsque des réductions auront été faites, le maximum de la circulation dans une année servira de maximum à celle de l'année suivante, réserve faite de circonstances exceptionnelles. On pourra

1. Sur la nécessité d'user des variations de l'escompte pour attirer ou retenir l'or, voir *Méthodes employées au XIXe siècle pour revenir à la bonne monnaie*, par Arthur Raffalovich, Paris 1900, page 26 et suivantes.

reviser ces recommandations lorsque les changes auront fonctionné normalement sur cette base de £ 150 millions. Jusqu'à ce que les dimensions futures de l'émission à découvert du papier monnaie de l'Etat auront été déterminées, il n'y aura pas lieu d'en opérer le transfert à la Banque d'Angleterre. Dans l'intervalle, les *Currency Notes* demeureront un papier de l'Etat. De nouveaux billets seront émis non plus contre des fonds publics, mais contre des billets de la Banque d'Angleterre. Lorsqu'il sera possible de donner une couverture aux *Currency Notes* émises à titre fiduciaire, on emploiera aussi à cet effet les billets de la Banque d'Angleterre. Les demandes de nouveaux signes monétaires retomberaient par la voie normale sur le *Banking Department*. Lorsque la portion fiduciaire (à découvert) des *Currency Notes* aura été réduite au montant que l'expérience montrera compatible avec le maintien d'une réserve centrale d'or de 150 millions £, les *Currency Notes* en circulation seront retirées et remplacées par des petites coupures de la Banque d'Angleterre. »

On voit la préoccupation de faire disparaître le succédané des billets créés en 1914, de lui donner au moins comme couverture sinon de l'or, tout au moins le billet de la Banque d'Angleterre, toujours remboursable en or et dont l'émission est soustraite à l'action gouvernementale.

Dans le rapport final, la Commission affirma que rien dans les expériences de la guerre, n'a contredit les leçons antérieures à savoir que l'*adoption*

des signes monétaires non convertibles à volonté en or ou en monnaie exportable conduit dans la pratique à des émissions excessives, détruit la mesure de la valeur d'échange, entraîne une hausse générale des prix et un mouvement adverse dans les changes étrangers.

L'interdiction d'exporter de l'or a pu maintenir en apparence la convertibilité nominale des *Currency Notes* : celle-ci n'a pas eu grande signification. La faiblesse des changes provient des conditions du commerce, mais la dépréciation de la livre sterling à New-York et ailleurs est une conséquence de l'inflation du crédit. Celle-ci n'est pas seulement l'héritage de la guerre et des emprunts de l'Etat, mais aussi le résultat de la politique qui maintient le taux de l'intérêt à Londres au-dessous des taux en vigueur dans d'autres centres financiers importants [1].

« Augmentation de la production, cessation des « emprunts du gouvernement, diminution des « dépenses publiques et privées, sont les éléments « essentiels de la guérison. Il faut les associer avec « la restauration des méthodes d'avant-guerre, et « contrôler le système de circulation et de crédit « en vue de rétablir prochainement le libre marché « de l'or à Londres [2] ».

1. Bien que nous ne tenions pas à abuser des citations, on peut retenir ce qu'a écrit Pigou en février 1920 : l'écart entre le produit des impôts et des emprunts prélevés sur l'épargne et les dépenses a été comblé par des prélèvements dissimulés sur la nation, en manipulant le crédit et la monnaie.

2. La commission recommande de cesser l'abus des avances, sur anticipation de recettes, à l'Etat.

Toute la politique financière des Etats est dominée aujourd'hui par la nécessité de dégonfler les prix et pour cela de réduire la dette publique ou tout au moins d'espacer les échéances de façon qu'elles n'exposent pas le budget à des à-coups imprévus. C'est dans cet esprit que le Chancelier de l'Echiquier offrit, en mai 1921, aux porteurs de £ 632 millions de *National War Banks* 5 0/0 échéant entre 1922 et 1925, du 3 1/2 0/0 garanti contre toute conversion ou remboursement avant 1961 et cela en quantité suffisante pour donner 5,60 ou 5,75 0/0 l'an à ceux qui convertiront leurs titres. C'est l'amorce d'opérations futures. Malgré l'attrait des conditions offertes seulement £ 148 millions ont été convertis.

LIVRE V

Les sophismes inflationnistes

CHAPITRE PREMIER

La valeur, les prix et la loi de l'offre et de la demande

Nous rappelons certaines définitions qu'il est toujours bon d'avoir présentes à la mémoire, car elles paraissent ou ignorées ou oubliées ou obscurcies et dénaturées par certains économistes qui s'ingénient à apporter, dans la science économique, les procédés des sophistes d'Alexandrie et de Byzance.

Voici les définitions dont on peut trouver les explications dans la *Science Économique* de M. Yves-Guyot.

La valeur est le rapport de l'utilité possédée par un individu ou un groupe d'individus aux besoins et au pouvoir d'achat d'un ou de plusieurs autres individus.

Le prix est l'expression de ce rapport d'après les étalons monétaires en usage.

L'offre est le désir pour un individu, en échange

des utilités qu'il possède, de se procurer des utilités d'une autre nature.

La demande est le désir, joint aux moyens d'achat, de se procurer une utilité déterminée.

On peut dire *que la valeur d'une utilité est en raison inverse de l'offre et en raison directe de la demande.*

Le prix dépend des coefficients suivants :

Pour le producteur et le marchand, le prix de revient ;

Pour le consommateur ou acheteur, le besoin et le pouvoir d'achat ;

Pour l'un et pour l'autre, la quantité.

Trois de ces coefficients sont objectifs : le prix de revient, le pouvoir d'achat et la quantité ; un est subjectif, le besoin.

L'acheteur ne connaît pas le prix de revient qui lui importe peu, c'est le prix d'achat qui détermine le cours de la marchandise ; et il varie selon le jeu de la loi de l'offre et de la demande qui peut être déterminée de la manière suivante [1].

L'augmentation de la demande augmente les prix.	La diminution de la demande abaisse les prix.
L'élévation des prix provoque l'offre.	La baisse des prix diminue l'offre.
L'augmentation de l'offre abaisse les prix.	La diminution de l'offre augmente les prix.
La baisse des prix augmente la demande.	L'élévation des prix diminue la demande.

1. Voir des graphiques indiquant ces conditions, F. U. Laycock. *Political Economy in a nutshell*, 1907, trad. française : *Economie Politique dans une coque de noix*, (F. Alcan, éd.)

La demande est la force motrice de l'industrie : car l'industriel ne produit pas pour ses besoins personnels, mais pour les besoins des autres.

La hausse restreint la demande et provoque l'offre. Au moment où la production éprouve le plus grand besoin de débouchés, la hausse les restreint ou les supprime.

Les protectionnistes subissent souvent cet effet de la loi de l'offre et de la demande : le relèvement des prix provoque à la fois l'offre et la diminution des prix : donc la baisse.

Les petits fils du Garo de La Fontaine, parmi lesquels se sont trouvés les *catheder-socialisten*, considèrent que les effets de la loi de l'offre et de la demande ne sont qu'une série de contradictions : les oscillations en sont perpétuelles, comme celles du baromètre. Les petits fils de Garo essaient de les supprimer en inventant des stabilisations, des valorisations, des prix factices derrière des tarifs de douane. Ils peuvent fausser les indications du baromètre. Ils peuvent le casser : ils sont incapables d'empêcher le jeu de la loi de l'offre et de la demande. S'il n'était pas ce qu'il est, le monde serait autrement qu'il n'est. Il n'y a pas de force humaine capable de le supprimer. De même que la loi de la pesanteur, la loi de l'offre et de la demande est un fait nécessaire.

CHAPITRE II

Pouvoir d'achat spontané et factice

Nous avons cité (liv. I. ch. II) la loi des débouchés de J.-B. Say.

La guerre de 1914 éclate. Elle renverse ces conditions.

Les besoins dépassent toutes les proportions antérieures, car les armées doivent êtres pourvues de vêtements, de linge, de chaussures, d'aliments, d'armements, de munitions. Elles consomment pour détruire et non pour produire. Elles offrent des débouchés formidables, mais elles n'ont pas de produits à donner en compensation. La production des belligérants, au lieu d'augmenter, a été réduite dans des proportions presque aussi grandes que l'augmentation de leurs besoins. Les hommes valides, dans la force de l'âge, sont à l'armée ou travaillent à des instruments de des-

truction. La compensation des produits et des services manque.

Quelle valeur donner en échange?

De l'or? Mais chaque État le garde précieusement; les banques conservent leur encaisse; les particuliers thésaurisent de manière à avoir des réserves dans toute éventualité.

L'État a des besoins illimités. C'est pour la défense! Ses gouvernants sont convaincus avec raison que la victoire, si chère qu'elle puisse être, sera toujours moins onéreuse que la défaite. Nombre de gens considèrent que la prodigalité est une forme de zèle. On tourbillonne dans des désordres que certaines personnes ont intérêt à entretenir.

Le ministre des Finances n'ose émettre un emprunt public ni augmenter les impôts.

Mais n'y a-t-il pas la Banque de France? son crédit est solide. On lui empruntera 3 milliards qu'elle paiera en billets de banque dont on lui promettra le remboursement à courte échéance, sur le premier grand emprunt : dans quelques mois, tout sera mis en ordre.

Mais la guerre se prolonge. Aux mois succèdent des mois, les années aux années, et même après l'armistice, les dépenses, au lieu de diminuer, augmentent. Le Gouvernement demande des prêts à la Banque et la presse de faire de nouvelles émissions de billets. Elle oppose une certaine résistance, mais qui est vaincue par les nécessités qu'on lui fait valoir. Et on arrive à cette situation

qu'elle doit prêter jusqu'à 27 milliards à l'État et qu'elle peut émettre 40 milliards de billets, 40.000 millions de francs ! Elle en a émis pour plus de 38 milliards 300 millions (bilan du 3 mars).

Si, pour la Banque de France, on déduit 5 milliards garantis par l'encaisse or, 2 milliards garantis par le portefeuille commercial, restent environ 30 milliards de billets dont la valeur a été créée par le cours forcé et acceptée par l'acte de foi que leur donnent les particuliers qui les reçoivent.

Le Gouvernement a déclaré que ces papiers, dont la production est d'un coût insignifiant, valaient 10, 15, 20, 30, 36, 38 milliards ; le pouvoir d'achat de l'État qui les a émis a augmenté d'autant; il les a passés aux particuliers pour rémunération de services, salaires, paye de troupes, payements de produits divers. Ainsi en cinq ans, l'État français a fourni un pouvoir d'achat, à moins de 40 millions de personnes presque égal à celui que la production de l'or avait fourni depuis 1492 au monde entier.

L'activité nécessitée par la guerre a provoqué un développement industriel : création de nouvelles usines avec de nouveaux outillages ; inventions qui pourront s'adapter à la production en temps de paix. Le pouvoir factice donné par l'émission des billets a donc eu un résultat positif : il a aidé à la consolidation de certains capitaux et ceux qui ont profité de l'augmentation artificielle du pouvoir d'achat qu'elle a fourni ont, en constituant des réserves, acquis de nouveaux capitaux. De là,

l'illusion d'enrichissement général et d'activité débordante.

Seulement, la compensation manquait : les produits ne s'échangeaient pas contre des produits : la plupart s'échangeaient contre du papier qui ne représentait que le cours forcé.

Mais qu'importait, les 38 milliards de billets de banque, largement répartis, fournissaient un formidable pouvoir d'achat. Chez nombre de personnes, des besoins latents se faisaient jour. Les hauts salaires qui ont été donnés ont provoqué des achats chez les bijoutiers : question de coquetterie et en même temps forme de placement. La variété des toilettes a joué un rôle et enfin on a parlé, sans doute en exagérant, du luxe de l'alimentation. L'amélioration du logement n'a pas été un important facteur de dépenses sérieuses. Beaucoup de moyens d'achat, production réduite, importations contrariées par des prohibitions et par des règles plus ou moins capricieuses, tels étaient les éléments de la hausse qui enthousiasmait tous ceux qui avaient quelque chose à vendre.

Le gouvernement a supporté la répercussion de l'élévation des prix et a augmenté les appointements de ses fonctionnaires; et il a obligé, par son propre exemple, tous les industriels à augmenter les salaires sans tenir compte de la productivité du travail. Les dépenses du personnel menaçaient d'absorber la totalité des recettes des chemins de fer. Les prix de revient étaient devenus indifférents. Pas de conflits! tel a été le mot d'ordre du

ministère de l'Armement qui, tenu par un socialiste unifié, devait conformer ses actes aux doctrines de son parti. Les industriels, fournisseurs de l'Etat, n'avaient aucune raison pour engager des conflits dans lesquels ils auraient eu contre eux leur personnel et le Gouvernement ; et ils en avaient une excellente pour ne pas regarder au prix de revient : l'Etat paiera! Et forcément le chiffre des frais généraux, avec le pourcentage des bénéfices, suivait l'élévation des prix.

Le gouvernement, s'étant fait le pourvoyeur universel, provoquait ou maintenait consciemment ou inconsciemment la cherté. Il se livrait à une série de mesures contradictoires : réquisitions, taxations, prohibitions, prodigalités, puis mesures contre la spéculation, établissement du prix normal, poursuites pour spéculations illicites, impôts sur les bénéfices de guerre ; les ministres dépensant par dizaines de milliards. C'était la hausse. Tout allait bien pour ceux qui recevaient la monnaie!

Et l'illusion fiduciaire faisait croire que cela durerait toujours.

CHAPITRE III

Le change

A l'intérieur pas de contrôle dans les dépenses publiques : un relâchement aussi dans nombre de dépenses privées.

Le contrôle manquant à l'intérieur est venu de l'extérieur : c'est le change!

M. Klotz, alors ministre des finances, expliquait la crise du change en disant : — L'élévation du change, c'est la conséquence fatale de la liberté d'importation — alors que cette liberté n'existait pas!

Pendant la guerre, les Etats-Unis avaient consenti à faire des prêts destinés à payer les dépenses des alliés et surtout des Français. Moyennant un prêt de 1 milliard 955 millions en or fait à l'Angleterre, la Banque de France avait obtenu pour 9 milliards de disponibilités de change. Enfin, par la

vente de valeurs américaines et de valeurs de pays neutres, on était parvenu à atténuer les difficultés de payement au dehors.

Les dépenses des armées anglaise et américaine venaient en atténuation de ce que nous avions à payer à l'étranger, mais à partir de l'armistice elles ont commencé à évacuer la France.

Les combinaisons imaginées pour maintenir le taux de notre change disparurent. La loi du 20 janvier 1919 portant ratification du décret du 22 mars 1917, qui prohibait l'entrée en France des marchandises de provenance étrangère indiqua nettement que chaque nation devait se replier sur elle-même; l'interdiction d'importer des draps de Bradford qui avaient été achetés par des Français, provoqua, de la part de la Grande-Bretagne, la signification que chaque Etat reprenait la liberté de son change. Au mois de mars 1919, on expliqua la nouvelle crise du change qui se produisait par l'invitation qui aurait été faite par le Gouvernement américain à la maison Morgan d'arrêter les opérations de stabilisation du change en réponse à certaines mesures d'interdiction d'importations prises en France.

Dans ces deux cas, ce n'étaient pas les importations qui avaient provoqué la crise du change.

Le change est une question de crédit, comme le constatait Ricardo en 1808; et l'augmentation du nombre de billets de banque est une cause de discrédit.

Il y en a aussi une autre : c'est l'augmentation continue de la dette flottante.

Des esprits ingénieux ont cherché beaucoup de moyens de supprimer le change. Un certain nombre ont proposé la création de billets internationaux. Créer du papier pour remédier à l'inflation du papier, c'est de l'homéopathie.

Un individu qui émet des chèques non couverts sur une banque commet un délit d'après la loi française. Nicole Oresme lancerait sa formidable injonction au Gouvernement qui émet ou fait émettre des billets qui ne sont couverts ni par une encaisse métallique, ni par un portefeuille commercial, ni par des dépôts négociables.

Le change est implacable comme le doit et avoir.

Les produits ou les valeurs à échanger font défaut ou sont arrêtés par les prohibitions, les droits de douane et autres combinaisons de détestable politique économique et financière.

Le bulletin de janvier de la *National City Bank* montrait dans les termes suivants la répercussion que les tarifs de douane doivent avoir sur les changes : « Le change de 10 à 12 0/0 au détriment du Canada était, dans cette mesure, défavorable aux achats qu'il faisait aux Etats-Unis : mais le Canada ne peut envoyer comme moyen de paiement aux Etats-Unis que des produits agricoles; s'ils sont refoulés par les droits de douane, le taux du change probablement sera porté à 16 ou 18 0/0 et, par conséquent, augmentera le prix des objets exportés par les Etats-Unis au moins de 60 0/0 ! Singulière manière d'ouvrir des débouchés!

« Il est facile d'imposer des droits prohibitifs ;

mais c'est un jeu qui ne donne aucun bénéfice et qui peut coûter cher. »

Le bulletin de la *National City Bank* continuait : « Nous avons des promesses de développement de notre commerce dans la République Argentine, mais déjà les projets de taxes ont provoqué des demandes de tarifs de représailles. Le change à son détriment est de 20 à 30 0/0. Si l'Argentine ne peut vendre ses produits aux Etats-Unis, elle ne pourra leur acheter.

« L'Italie a besoin d'acheter du coton aux Etats-Unis; mais la lire qui, en temps normal, s'échange contre le dollar au taux de 19.3 cents vaut maintenant 3 1/2 cents, rendant à peu près impossible tout achat ».

Dans son rapport à la Conférence de Londres sur la *stabilité financière,* M. Yves-Guyot avait cité aussi, certaines considérations émanant de M. Georges E. Roberts, vice-président de la *National City Bank.* Voici les conclusions de ce travail :

« Toute l'histoire économique prouve que les oscillations du change sont d'autant plus faibles, que les métaux précieux (ou les signes monétaires) jouent un moindre rôle dans les échanges internationaux.

« Il nous est donc permis de dire : plus il sera facile d'opérer des échanges en marchandises et en services, plus réduit sera le rôle des signes monétaires comme monnaie d'appoint, plus les variations du change seront diminuées, plus

grande sera la stabilité financière entre les divers États ».

Or, c'est ce que ne veulent pas les protectionnistes qui croient avoir intérêt à ce que leur pays ait le change contre lui.

CHAPITRE IV

Les protectionnistes et le change

Les protectionnistes exultent de l'élévation du change. L'augmentation fiduciaire du pouvoir d'achat à l'intérieur a pour conséquence la diminution du pouvoir d'achat au dehors. C'est une barrière à la frontière qui ajoute au prix 100, 150, 200 0/0 ou même plus et réunit un puissant coefficient aux autres coefficients destinés à augmenter les droits de douane.

Elle n'a qu'un inconvénient, c'est l'augmentation du prix du coton, de la laine et autres matières premières, des machines qu'il faut acheter à l'étranger et, par le rehaussement de tous les objets nécessaires, le rehaussement du prix de la main-d'œuvre.

Mais si elle empêche d'importer, elle a un autre avantage : elle favorise l'exportation. Qu'importe

le prix de revient d'une machine à l'intérieur, si elle est payée à l'extérieur en pesetas, en livres sterling, en dollars dont le cours relève le prix deux ou trois fois? D'après le *Times* du 23 mai 1920, quand la valeur du mark a augmenté, un journal de Berlin a déclaré : « Que c'était une attaque de la part des Américains qui voulaient diminuer la capacité d'exportation de l'Allemagne. Plus le change est défavorable, plus est forte la prime à l'exportation qui en résulte. C'est pourquoi les Américains ont acheté des marks à Zurich et à Amsterdam, pour combattre cette forme de *dumping*, réduire les exportations et augmenter le chômage! »

Ainsi les Allemands se félicitaient du taux de leur change, alors que le mark était à 23 centimes. Pourquoi donc ne pas leur faire concurrence en abaissant aussi la valeur du franc?

Telle est la question que nous avons entendu poser par certains inflationnistes, non seulement, adversaires de la déflation, mais encore partisans de l'accroissement de l'inflation.

Nous avions entendu exposer les mêmes arguments par les bimétallistes en 1894. Les agrariens, M. Méline et M. Edmond Théry en tête, se plaignaient que les droits de 1892 sur les produits agricoles et de 1894 sur les blés, n'eussent pas produit la hausse sur laquelle ils comptaient. Alors, ils essayèrent de convaincre leurs compatriotes que la baisse des prix venait de la concurrence que faisaient aux pays, ayant une saine monnaie, les pays a monnaie dépréciée.

Dans un volume intitulé, la *Crise des changes*, M. Edmond Théry, déclarait que « les crises de crédit extérieur et la hausse des changes sont favorables aux pays qui les subissent. »

Des propriétaires, des agriculteurs, des gens sérieux qui se croyaient raisonnables, déclarèrent solennellement sous la conduite de hauts personnages politiques et financiers qu'un pays s'enrichit d'autant plus qu'une plus mauvaise monnaie lui donne une plus forte prime pour son exportation.

Le régime des assignats était l'idéal.

Si nous n'avions pas eu pour garde-fou l'Angleterre, M. Méline et ses amis auraient imposé à la France le régime des assignats d'argent au plus grand profit des producteurs d'argent du Mexique et des Etats-Unis.

M. Jacques Pallain voulut savoir exactement comment pouvaient se justifier ces aberrations ; il publia une remarquable étude intitulée : *Les changes étrangers et les prix*.

Après la guerre Hispano-Américaine, en 1901 le change Espagnol était monté à 45 0/0, il était redescendu en 1902 à 36 0/0 et en 1903 il se stabilisa entre 35 et 37 0/0.

Si on comparait les prix, en 1903, de Paris, avec ceux de Barcelone, de Saragosse et de Madrid, on trouvait les chiffres suivants :

	Barcelone	Saragosse	Madrid	Paris
	—	—	—	—
Pain.	0,40	0,40	0,40	0,37
Pomme de terre . .	0,19	0,20	0.20	0,08
Riz	0,60	0,65	0,70	0,55
Bœuf.	2,40	2,40	2.60	1.48

M. Joseph Morato avait relevé les cours des onze articles de première nécessité pour un Espagnol dans *l'Informacion publica*, puis prenant l'ensemble de neuf grandes villes situées en Europe, il avait trouvé que les cours étaient plus élevés à Madrid de 90 0/0 et les salaires moins élevés de 45 0/0.

Les protectionnistes français pouvaient dire :

— Vous voyez que nous avons raison !

— Soit, mais quel argument vous donnez aux ouvriers contre vous, propriétaires et industriels.

De 1855 à 1904, la main-d'œuvre n'avait augmenté que de 20 0/0, un cinquième environ, par rapport à l'augmentation des autres objets de première nécessité.

La chambre de commerce de Madrid conclut son enquête en disant :

« C'est la dépréciation de la monnaie qui entre comme un facteur des plus importants dans le renchérissement des articles de consommation. Tant que la prime des changes subsistera, elle devra se refléter dans le prix des marchandises : elle met l'Espagne en interdit. »

L'exemple de l'Espagne prouve que les prix montaient chez une nation qui avait peu de monnaie, mais qui avait beaucoup de papier, et cette élévation des prix était le taux de la dépréciation de ce papier parce qu'il n'était pas facilement convertible en valeurs tangibles.

M. Jacques Pallain terminait son livre par les conclusions suivantes :

« Le change élevé, qui dénonce une dépréciation monétaire, ne crée pas en faveur des exportations du pays qui la subit une prime importante et constante.

« Dans ce cas, le taux élevé du change ne traduit que le rapport variable de deux monnaies : et celle qui est dépréciée, inexportable, s'accroissant chaque jour, reste dans le canal de la circulation intérieure et est absorbée par une élévation graduelle du prix de toutes les denrées.

« Il ne faut donc pas chercher dans la dépréciation monétaire d'un pays le moyen de développer son commerce, ni y voir une menace de la nation à étalon déprécié. »

En un mot, contrairement à l'opinion des fondateurs de la Ligue Bimétalliste de 1894, *la mauvaise monnaie n'est pas une richesse.*

Serait-elle, par hasard, devenue une richesse depuis la guerre?

Dans la séance de la Société d'Economie politique du 5 mai 1921, M. Décamps, au cours d'une communication intitulée : *La crise des changes et le commerce extérieur*, a examiné la même question.

M. Décamps décrit de la manière suivante l'ajustement des prix internationaux avec la situation monétaire.

« Dans une région de papier-monnaie, la monnaie ne pouvant plus diminuer par l'exportation diminue par la dépréciation. La baisse des prix se généralise, stimulant les importations, modérant les exportations.

« L'agio devient un frein aux importations :

comme prime à l'exportation, l'agio ne joue que lorsqu'il est supérieur à la dépréciation intérieur.

« Vous vous rappelez les folies monétaires de 1919. Ce que l'on a appelé depuis « la politique de l'opium » battait son plein. En un an, la circulation des billets de la Banque de France s'est accrue de plus de 6 milliards 1/2; les avances à l'Etat ont augmenté de 8 milliards. Les prix se sont élevés rapidement.

« Quel a été, sur les mouvements de notre commerce extérieur, la répercussion de cette prospérité artificielle ? Nos importations étaient, à ce moment-là de l'ordre de 3 milliards par mois, plus fortes, par conséquent, qu'à aucun moment de la guerre, alors que nous avions des besoins autrement impérieux. La moyenne de nos exportations restait inférieure au milliard. Cette situation s'est continuée dans les premiers mois de l'année 1920.

« La hausse de l'agio courait après la hausse des prix sans jamais pouvoir l'atteindre. J'ai, sous les yeux, un tableau qui le confirme de façon éclatante.

4e Trimestre 1914 = 100	Indice des Etats-Unis	Prime du dollar	Indice correspondant	Indice général France
	—	—	—	—
1919				
Janvier	201.3	105.2	211.8	334.8
Février.	191.5	105.2	201.4	327.9
Mars	187 1	109.4	204.7	324.2
Avril.	187.7	115.9	217.5	320
Mai.	187.2	122.2	228.8	313.2
Juin	196.5	124	243.7	317.9
Juillet	205.7	134.1	275 8	335.8
Août.	217.7	151.3	329.4	334.7
Septembre.. . . .	212.0	163.6	346.8	347.7
Octobre	212.5	166	362.7	367 6
Novembre	216.7	181.8	394	390.2
Décembre.	219.6	218.5	479.8	407.2

4e Trimestre 1914 = 100	Indice des Etats-Unis	Prime du dollar	Indice correspondant	Indice général France
1920				
Janvier.	221.7	225.6	500.2	468.9
Février.	227.2	275.3	625.5	502.8
Mars	226.4	270.9	613.3	534.1
Avril.	225.5	312.8	705.4	666.0
Mai.	225.7	283.2	639.2	529.9
Juin	216.4	243.7	527.4	474.5
Juillet	210.7	236.8	498.9	477.4
Août.	205.0	269.9	553.3	482.9
Septembre	195.7	286.3	560.3	506.4
Octobre	184.1	295.6	544.2	483.3
Novembre	170.6	322.4	550.0	443.3
Décembre	148.4	326.1	482.6	418.3

« J'ai pris l'indice de Bradstreet qui traduit l'évolution des prix aux Etats-Unis ; — je l'ai rapproché de l'indice publié par la Statistique générale de la France, après avoir traduit en francs les prix américains, sur la base du cours moyen du dollar à Paris. Cette comparaison fait ressortir, jusque fin 1919, des prix aux Etats-Unis inférieurs aux prix français. Comment s'étonner, dès lors, que nos importations se soient accrues? A partir de 1920, surtout à partir du mois de mars, la comparaison fait ressortir une situation inverse; les prix aux Etats-Unis sont plus élevés que les prix en France. Aussi, les mouvements de notre commerce extérieur se sont-ils complètement modifiés : nos importations ont fléchi ; nos exportations, au contraire, se sont développées d'une façon continue.

« Au point de vue monétaire, vous savez le grand effort qui a été fait, non pas pour réduire la masse des instruments de payement dans la circulation, mais pour l'empêcher de s'accroître.

« Le changement dans la tenue de notre com-

merce extérieur a coïncidé avec le changement de notre tenue monétaire. »

Au point de vue de l'Allemagne, M. Décamps déclare qu' « il n'a trouvé aucune évaluation vraiment sérieuse et probante de l'écart que l'on prétend exister entre la dépréciation intérieure du mark et sa dépréciation extérieure.

« M. Havenstein, président de la Reichsbank, faisait observer, à cette époque, à la Commission des impôts du Reichstag, que les importations de l'Allemagne dépassaient, chaque mois, ses exportations, dans la proportion de 5 à 6 milliards de marks-papier. Je sais qu'à la Conférence de Bruxelles, le Gouvernement de Berlin a produit une statistique du Commerce extérieur qui accusait une balance favorable. Mais il faut remarquer que ce résultat avait été atteint en comptant dans les exportations les livraisons en nature faites par l'Allemagne, en exécution du Traité de paix, et pour lesquelles elle n'avait reçu aucun payement.

« Ne nous laissons donc pas entraîner par des affirmations qui, encore une fois, ne semblent pas reposer sur une base indiscutable. D'ailleurs, en l'espèce, ces comparaisons d'indices ne sauraient avoir de signification que si on mettait en parallèle les prix des marchandises des diverses provenances, non plus à la sortie de l'usine, mais rendues sur les marchés de consommation. »

CHAPITRE V

Le maître du cours, c'est l'acheteur

Nous avons rappelé plus haut (livr. I. ch. II) que c'était le prix d'achat qui faisait le cours : Ce n'est pas le prix de revient. Qu'importe à l'acheteur le prix de revient du blé dans le Canada, dans l'Inde ou dans la République Argentine? Il n'est même pas uniforme dans chacun de ces pays, à plus forte raison ne l'est-il pas pour l'ensemble des pays ?

Quand les cultivateurs et les industriels s'efforcent d'imposer le prix de leur marchandise d'après leur prix de revient à l'aide de tarifs de douanes, de constitutions de monopoles sous différents noms et différentes formes, le consommateur s'y dérobe par des substitutions et par l'abstention.

Si le consommateur se dérobe devant le prix

qu'on lui fait, cultivateurs, industriels, commerçants qui se sont approvisionnés à hauts prix, se lamentent en criant : — C'est la crise !

Oui, c'est une crise pour eux : mais elle est normale : et leur surprise prouve simplement qu'ils méconnaissent le fait que *c'est l'acheteur qui fixe le prix.*

La baisse qui s'est produite depuis le second semestre de 1920 en est la preuve.

Aussi nous sommes étonnés quand nous lisons dans un important rapport : « La réduction des prix de vente ne peut se produire sans une diminution préalable du prix de revient. »

Quand l'année dernière, l'acheteur a refusé d'acheter, il ne s'est pas demandé si les industriels avaient pris la précaution de réduire leur prix de revient. Il a trouvé qu'ils lui demandaient trop cher : et il s'est abstenu.

« La diminution du prix de revient n'a pas été préalable. » Elle doit suivre. Pendant la guerre, sous l'impulsion du ministère de l'armement et du gouvernement, l'industriel avait oublié de se préoccuper du prix de revient. L'acheteur lui a signifié qu'il lui resterait pour compte.

Certains industriels se lamentent et demandent le maintien de l'inflation pour maintenir les hauts prix factices. *Ils oublient que l'élévation des prix repousse l'acheteur et qu'il n'y a qu'un seul protecteur de l'industrie, c'est cet acheteur qui devient récalcitrant quand le produit offert dépasse le rapport existant entre son besoin et son pouvoir d'achat.*

A ces cultivateurs et industriels qui se lamentent à propos de crise, nous répondrons que cette dépression des cours est une crise de santé : c'est une des formes de la réduction de l'abcès provoqué, empoisonné et gonflé par la guerre.

CHAPITRE VI

L'Apologie de la baisse

Le maraîcher qui vend ses carottes et ses poireaux; le cultivateur qui vend du lait, du beurre ou du fromage, qui vend du blé ou de l'orge; l'industriel qui vend du fer ou de la toile, ne produisent pas pour eux-mêmes; ils produisent pour les autres, en vue d'un gain.

Leurs opérations ont pour but d'établir à leur profit des différences entre leur prix de revient et leur prix de vente.

Parmi eux, et même parmi les plus considérables, ceux qui sont considérés comme des hommes compétents, il y a beaucoup de myopes qui ne voient qu'une chose : — c'est d'établir la différence la plus grande possible entre leur prix de revient et leur prix de vente.

— La hausse! Voilà ce qui les rend joyeux. Du

100 0/0 et même plus, voilà ce qu'il faut obtenir! aussi l'inflation, quelle bénédiction! Et le régime de guerre, quelle joie! Il faut tâcher de le maintenir pendant l'état de paix. Le change qui constitue une barrière contre les commerçants étrangers n'est pas à abaisser, il faut l'élever au contraire, selon les théories de la *Ligue du bimétallisme de 1894!* Il faut le compléter par des coefficients qui constituent une barrière hermétiquement fermée, de manière que nous ayons le monopole du marché intérieur : et ce monopole, nous le compléterons, par l'organisation de consortiums, de trusts et de cartels de manière que le consommateur ne puisse échapper à notre étreinte!

— Et par l'exploitation intense à laquelle vous voulez vous livrer à leur égard, vous préparez non seulement leur ruine, mais vous préparez la vôtre.

— Alors, vous prétendez que les grands profits nous ruineraient.

— Parfaitement.

— La cherté diminue le pouvoir d'achat. Quand un acheteur a mis 100 francs dans une paire de bottines au lieu de 20 francs, il en résulte qu'au lieu d'un cinquième de 100 francs, il en a dépensé les cinq cinquièmes. Il ne lui reste donc pas, en dehors du prix d'achat de ces bottines 80 francs dont il aurait pu faire usage pour se procurer d'autres objets.

— Mais ce n'est pas à moi que reviennent ces quatre-vingts francs.

— Peut-être y en aura-t-il une partie : Car, au lieu

de porter des chaussures usées, il les renouvellera. Comme la même opération se fait sur l'ensemble des industries, chacun profite réciproquement des économies qui ont été faites dans les achats des autres.

Vous produisez pour vendre, donc, il vous faut des acheteurs. Vous n'avez d'acheteurs qu'à la condition qu'ils aient un pouvoir d'achat. Si vous vendez cher, vous absorbez pour votre produit la plus grande partie possible de leur pouvoir d'achat. Si vous vendez bon marché, vous n'en absorbez qu'une partie plus réduite. Avec la partie du pouvoir d'achat qui reste disponible, cet acheteur fera d'autres achats à vous-mêmes peut-être, à d'autres pour d'autres objets ; il placera peut-être en capital une partie de l'économie que le bon marché lui aura fait faire. La cherté restreint ou ferme le débouché ; le bon marché ouvre le débouché : et c'est le débouché qui constitue l'avenir du producteur. Quand il le ferme pas ses exigences, il pratique le Hara Kirri !

Il y a une locution connue : — la richesse du commerçant, c'est la richesse de sa clientèle.

La cherté restreint cette richesse : le bon marché la favorise.

Le Colbertiste de la vieille école qui veut gagner avec tranquillité, sans amortir son outillage, en payant de bas salaires et en vendant cher, à l'abri de la concurrence, ne peut contester ces vérités ; mais il a pour idéal de vivre dans son fromage qui nesera pas perpétuel ; car il est réduit à le grignoter.

Cependant peu de gens osent déclarer qu'ils sont hostiles à tout perfectionnement technologique dans leur industrie. Beaucoup même, parmi ceux qui réclament des droits protecteurs, se vantent de l'amélioration qu'ils apportent à leur outillage et à leurs procédés. Mais que font-ils, les malheureux? ils contribuent à l'économie de l'effort. Ils deviennent des promoteurs de bon marché. Ils mettent leur pratique en contradiction avec leurs appétits de cherté.

Tout progrès industriel est un coefficient de bon marché : car il représente une réduction de l'effort donc du prix de revient. Depuis trois quarts de siècle, les perfectionnements des moyens de communication ont triomphé de l'espace et du temps de manière à mettre sous la main de chacun, tous les produits du globe; et toute l'énergie, toute l'intelligence dépensées dans les résultats obtenus par le génie de l'invention, la hardiesse des entrepreneurs et des capitalistes, auraient pour résultat la cherté, donc la privation!

Telle est la solution ironique des inflationnistes. Ils veulent maintenir et dresser en travers de l'évolution industrielle une cloison de plus en plus élevée de papier, à l'abri de laquelle ils feront leurs petites affaires. Ces inconscients espèrent qu'elle résistera à la conjuration de tous les intérêts réels contre la cherté; dans leur aveuglement, ils ne comprennent même pas le caractère de la coopération générale en faveur du bon marché, coopération à laquelle ils participent dans leur

pratique technologique, alors qu'ils essaient de la combattre par leurs combinaisons politiques et périodiques.

La recherche du maximum d'effet utile avec le minimum d'effort est la crise normale[1]. — Tout abaissement dans les frais de production permet d'offrir à plus bas prix les unités de marchandises ou de services, et par conséquent augmente le pouvoir d'achat des demandeurs, puisqu'ils peuvent s'en procurer plus avec moins. Cette réduction de la valeur des unités en augmente la valeur globale; en en provoquant la demande, elle provoque la production.

Si une partie du pouvoir d'achat rendu disponible, s'exerce au profit des autres objets ou services, cette partie économisée contribue à augmenter la production générale et, par conséquent, la valeur globale des produits, qu'ils appartiennent à telle industrie ou à telle autre[1].

Le progrès économique a pour critérium la réduction de la valeur des unités des capitaux circulants et l'augmentation de leur valeur globale.

Tout producteur peut réduire presque indéfiniment ses bénéfices par unité de produit ou de service à la condition d'étendre indéfiniment ses débouchés.

La cherté les restreint ou les supprime, tandis que le pouvoir d'achat de chacun, augmentant en raison de l'économie des charges et des efforts de la vie quotidienne, les ouvre constamment.

1. V. Yves-Guyot, *La Science Economique*.

Telle est la vérité économique dégagée par une expérience constante; et tous les hommes, qui ont souci de l'avenir, ne sauraient montrer trop d'énergie pour combattre toute augmentation de l'inflation et pour en réclamer la diminution la plus rapide possible.

CHAPITRE VII

Un système adéquat

M. Léon Chavenon, directeur de l'*Information*, dit dans un article : « Puisque tant d'économistes combattent l'inflation et n'en reconnaissent pas la nécessité, c'est donc qu'ils ont un système adéquat ». A quoi? adéquat? égal aux difficultés?

M. Yves-Guyot répondit dans l'*Agence économique et financière*.

« Les économistes que vise M. Léon Chavenon ne sont pas des thaumaturges. Ils ne se vantent pas d'avoir le pouvoir magique de créer la richesse avec rien.

« Les inflationnistes eux, ont une solution « adéquate » fort simple : il leur suffit d'une presse à imprimer des chiffres sur des papiers pour faire jaillir des milliards.

« M. Léon Chavenon parlait d'un déficit de 38 milliards pour cette année, de 20 milliards pour l'année prochaine. Conclusion : 58 milliards de billets à

ajouter aux 40 milliards autorisés actuellement.

« M. Léon Chavenon pose cette alternative. « Il faudra choisir entre l'impôt sur le capital et l'augmentation de la circulation ».

« Si M. Léon Chavenon croit avoir formulé un dilemme, il se trompe. La question se réduit à ces termes : — faut-il faire dévorer immédiatement le capital par l'impôt ou faut-il le détruire avant que l'impôt puisse le saisir?

« La circulation fiduciaire résultant du cours forcé, n'ayant pour substratum ni papier commercial, ni encaisse métallique, est un emprunt forcé sur le capital.

« Seulement, comme la valeur des billets émis est en raison inverse de leur multiplication, ils annihilent en tout ou en partie le capital qui devrait servir à les rembourser.

« Alors on arrive à la solution donnée par la loi du 21 mai 1797 qui annula tous les assignats en circulation.

« Tel est le système « adéquat » proposé par M. Léon Chavenon, »

Dans un article subséquent, M. Léon Chavenon posait la question suivante :

« Le budget de 1921 est en déficit de 38 milliards, quel est pour y faire face et pour faire face aux déficits futurs le système de M. Yves-Guyot? L'Emprunt? »

« Mais quel est le système de M. Léon Chavenon? Il ajoute 38 milliards de billets de banque aux 40 milliards dont l'émission est autorisée. Quelle est donc cette opération? sinon un emprunt

forcé sur toutes les forces productives du pays.

« Cette augmentation de l'inflation aurait pour conséquence une dépréciation du change qui, à l'extérieur, rapprocherait le pouvoir d'achat du franc de celui de la couronne autrichienne, et ferait bondir tous les prix à l'intérieur. »

Dans une lette adressée à M. Yves-Guyot[1], M. Léon Chavenon dit : je ne suis pas un inflationniste mais il ajoute immédiatement : « Après avoir fourni à l'État pour ses besoins incompressibles, à la circulation et à la production la quantité de monnaie nécessaire, *on crée une prospérité qui permet ensuite la diminution graduelle de cette monnaie.* » On a commencé par 3 milliards : on arrive à environ 38 milliards : M. Léon Chavenon demande encore un certain nombre de milliards... Nous voyons bien l'augmentation et cette augmentation est un fait général dans tous les pays qui ont été ou sont atteints d'inflation. M. Léon Chavenon promet ensuite : « une diminution graduelle ».

Mais si on n'a pas recours à l'augmentation, la diminution est certaine, tandis qu'avec l'augmentation préalable, elle n'est qu'éventuelle.

M. Léon Chavenon continue : « Ceux qui ne veulent pas voir la situation telle qu'elle est semblent croire que des emprunts en bons du Trésor ou en rente perpétuelle, qui aggravent sans cesse nos déficits permanents, pourront suffire à tout. A

1. Publiée par le *Journal des Economistes* du 15 mai et par l'*Information* du 16 avril.

ceux-là je donne rendez-vous dans deux ou trois ans. » Cette observation prouve que M. Léon Chavenon ne veut pas admettre que l'émission de billets de banque sans couverture métallique ou commerciale est un emprunt. C'est cependant bien un emprunt et un emprunt forcé.

Et si l'Etat continuait pendant deux ou trois ans à avoir recours à cette forme d'emprunt, nous donnerions rendez-vous à M. Léon Chavenon dans deux ou trois ans pour constater quels seraient les changes et les prix résultant de son application?

« Faut-il d'autres formules? dit M. Léon Chavenon. Nous en savons plus d'une; mais toutes sont basées sur la contrainte et, en une certaine mesure, la spoliation dans un intérêt collectif. »

En leur opposant l'émission de billets de banque sans couverture, M. Léon Chavenon semble croire qu'ils ne représentent ni contrainte ni spoliation.

Cependant ils n'ont d'autre valeur que celle que leur donne le cours forcé : et cette qualification indique que leur usage n'est pas libre, mais est obligatoire. Ils représentent donc une contrainte sévère qui pèse sur tous, et une menace de spoliation telle que celle de la loi du 21 mai 1797 qui annula tous les assignats en circulation.

L'émission des billets de banque à cours forcé, sans couverture, est un emprunt forcé; et le pire des emprunts.

Voilà notre réponse à M. Léon Chavenon[1].

1. V. *suprà*, Liv. I, chap. II, p. 14.

CHAPITRE VIII

L'illogisme des inflationnistes

Mais M. Léon Chavenon est un inflationniste si timide qu'il croit même qu'il n'est pas inflationniste.

Un inflationniste un peu plus hardi est M. Barès qui propose de convertir 60 milliards de bons de la Défense en billets de banque afin de supprimer l'intérêt dont ils chargent le budget. Il ne s'aperçoit pas que la dépréciation qui résulterait d'une pareille opération constituerait une charge bien plus lourde.

M. Aubriot et quelques autres députés plus ou moins socialistes ont déposé une proposition de loi tendant à émettre 150 milliards de billets!

Un ancien ministre, président du conseil pendant un instant, membre de l'Académie des Sciences, M. Painlevé, s'associe au projet Aubriot :

« Je ne partage pas les préventions de certaines personnalités contre une nouvelle émission de billets de banque; mais il faut que ce chiffre soit un maximum qu'on ne doit pas atteindre dès le premier jour. Il faut que cette émission soit continue et progresse. » (*Bonsoir*, 20 avril 1921).

Pourquoi ces réserves? si le *fiat* de l'Etat peut créer de la valeur pourquoi cette limite, pourquoi cette lenteur? Et si cette timidité se justifie, comment s'allie-t-elle avec l'audace de jeter sur le marché 150 milliards de billets non gagés?

D'ailleurs tous ces inflationnistes à outrance n'ont rien inventé. Ils ont repris, probablement sans le savoir, des propositions communes à tous les pays qui ont été soumis au régime de l'inflation. Heureux les pays qui y ont échappé! Les faits que nous avons cités prouvent que ceux qui l'ont subie en ont cruellement souffert.

CONCLUSION

Il n'y a que trois issues, quand un pays veut revenir à la vraie monnaie :

La voie dure qui mène à la reprise des payements en espèces dans un temps plus ou moins long ;

La banqueroute totale ;

La dévalorisation qui est rarement définitive et qui compórte l'affaiblissement de l'ancienne unité monétaire qu'on en conserve ou qu'on en change la dénomination.

La première seule convient à la France. Pour l'accomplir, il faut un programme de finances publiques comportant la compression des dépenses par la révision des attributions de l'État, l'équilibre budgétaire, la constitution d'un surplus, le remboursement de la dette à la Banque de France, le retrait et la destruction des billets, l'emploi de l'escompte et le payement des capitaux ce qu'ils valent.

Nous espérons que les faits, produits dans les

pages qui précèdent, ont démontré les dangers de l'inflation sous toutes ses formes et que tous nos lecteurs comprennent nettement le caractère du vrai billet de banque dont l'émission est provoquée par un emprunt volontaire de particuliers qui donnent en échange un papier commercial, produit et endossé par eux, tandis que le billet de banque émis au delà de l'encaisse métallique, en dehors du papier commercial n'existe qu'en vertu du cours forcé qui l'impose comme moyen de liquidation de toutes les obligations.

Au lieu de représenter un emprunt contracté par des particuliers, il est un emprunt forcé, prélevé par le gouvernement sur tous les membres de la nation.

Il ronge la valeur du capital privé que son remboursement menace de dévorer.

De toutes les formes d'emprunts, c'est la pire.

Donnant une hausse factice aux prix, il frappe tous les consommateurs et augmente le prix de toute production. Il se heurte au contrôle externe qui s'appelle le change et qui diminue ou annule le pouvoir d'achat du papier qu'il a fait émettre. Il crée une illusion derrière laquelle on peut entrevoir la menace d'une loi telle que celle du 21 mai 1797 qui annula tous les assignats en cours.

Pour ces motifs, quels que soient les embarras du gouvernement, il ne doit avoir en aucun cas recours à cette forme d'emprunt et il doit s'efforcer de faire mettre au pilon le plus tôt possible les billets non gagés en circulation.

Nous ne sommes pas alarmés par les personnes qui crient : — La déflation, ce serait la ruine ! Leur terreur prouve qu'elles sont toujours imbues de la vieille foi que les signes monétaires constituent la richesse et, en dépit de l'exemple donné par les *clearing houses*, que leur quantité détermine le chiffre des transactions.

Les étapes du crédit de la France seront les étapes de la déflation : et elle ne recouvrera son crédit de premier ordre que le jour où elle sera complètement libérée du pire des emprunts.

TABLE ANALYTIQUE

A

B

C

D

E

F

G

M

N

O

P

Q

R

S

T

U

V

W

Y

TABLE MÉTHODIQUE

LIVRE III

La Politique financière des principaux Etats depuis 1914

LIVRE IV

La Déflation

LIVRE V

Les sophismes inflationnistes

Saint-Denis
J. DARDAILLON, IMPRIMEUR
47, Boulevard de Chateaudun



